格雷厄姆

华尔街教父回忆录

[美] 本杰明 · 格雷厄姆 著
杨宇光 等 译

THE MEMOIRS OF THE DEAN OF WALL STREET



上海远东出版社

VISIT…

LANZAROTE Caliente.com

目录

＞＞＞＞＞投资策略
＞＞＞＞＞第一篇 投资的一般方法
＞＞＞＞＞2. 投资者与股市波动
＞＞＞＞＞3. 1964年股市行情
＞＞＞＞＞4. 投资者和投资顾问
＞＞＞＞＞5. 通用组合策略: 防御型投资者
＞＞＞＞＞6. 进攻型投资者的组合策略：负面方法
＞＞＞＞＞第二篇 股票选择的原则
＞＞＞＞＞9. 防御型投资者的证券选择
＞＞＞＞＞10. 进攻型投资者的证券选择： 评估方法
＞＞＞＞＞11. 应用股票分析技术发现贬值的题材：六个案例
＞＞＞＞＞12. 股票收益和价格的变动模式
＞＞＞＞＞13. 收益和价格变化的组合分析
＞＞＞＞＞14. 股东与管理层
＞＞＞＞＞15. 股东与股利政策
＞＞＞＞＞16. “安全边际”——————投资的核心概念。

>>>>投资策略

如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。

对于理性投资，精神态度比技巧更重要。

这本书的目的是以适当的形式给外行提供投资策略的指导。其中的一些材料来源于著名的著作———Graham， David L.Dodd， Sidney Cottle和 Charles Tatham所著的《证券分析》，它主要是为熟练的分析专家和高年级学生写的。这本书中很少谈到分析证券的技术，而将主要精力放在投资原理和投资者的态度方面．

这里所提出的策略是基于对过去50年证券市场的深入细致的观察和积极参与的结果。在这一段经历中，许多新颖的思想已经发展成为著名的投资概念．的确，1914年流行的金融业务方面的规范著作今日读来是很奇异的。在这里我们必须指出，正像由第一次世界大战前的经验总结出来的理念在后来的几年中很多已过时一些，我们现在的观点———基于1914年至1963年的经验，也可能经不起将来发展的检验。

风险不可能避免，但如果清楚地将其牢记在心，我们可以成功地减少风险。在过去的日子里，

大多数投资格言失于概括的简单性或存在偏见与偏好。因此，如不仔细思考的话，它们在过去似乎是很有道理的。例如，“债券比股票更安全”，“铁路债券比工业债券更安全”，“第一抵押权债券比无担保债券更安全”，许多其他类似的陈词滥调，现在要么是不正确的，要么因例外太多而毫无用处。

如果将数量或度量与证券而不是与人相联系，作为第一投资规则的一部分，我们现在的想法可能会逃脱同样的命运。例如，在1949年第一版中，我做了一个惊人的和大胆的断言，个人投资者买高等级的债券和优先股是愚蠢的，因为其投资于美国储蓄债券可以得到更好的回报。根据1949年得到的相当收益，这个忠告是好的和有益的。我补充说，如果在今后几年，买高等级的公司债券可能得到比美国储蓄债券高得多的收益，那么条件变化是策略变化的根据。在过去的15年中，情况已经发生了很多变化，情况的变化正像我在第5章债券比较表中所示的那样。现在，你可以从长期的美国政府债券得到比储蓄债券更高的收益，还可以从一等公司债券得到更加好的回报。储蓄债券具有一些可贵的优点，但是对个人投资者而言，它们不再像从1935年创立以后的大约20年那样，是唯一合理的

债券投资方式。

追溯到1914年的准则，我们发现，尽管许多已经过时了，但还有一些是适用的。那么，有没有线索区别一组与另一组呢?我认为有。主要与证券类型相联系的准则没用了。而那些与人性和人的行为相联系的准则生存了下来。后者类似于陈腐格言，但是相当有用。以其中的三个为例:

1. 如果投机，最终你将(可能)失去钱。

2. 当大多数人(包括专家)悲观时，买;而当他们相当乐观时，卖。

3. 调查，然后投资。

这意味着，尽管交易条件可能变化，公司和证券可能变化，金融机构和规则可能变化，但人性基本是相同的。因此，慎重投资的重要和困难部分，与投资者的气质和态度相联系，而不太受过去的影响。

然后，我从一开始就必须处理写这要本书的过程中遇到的困难总是，它与刚才给出的第二个一般化格言相联系。基于“买低卖高”思想的投资策略，一般是指在悲观时期买入普通股而在乐观时期卖出，它还可行吗?

自从1949年以来，证券市场的行为一般根本不适合应用如此策略于普通股。我们似乎已经进入

了投资和投机的“新时代”，从而替代了感受明显的牛，熊市场的变换——这是几十年金融历史的特点。这可被描述为“连续的和永久的牛市，经常被短期的可变振幅的下降所打断”。那些按照老的，既定的规则，按照过去的判断，在似乎是高点的地方卖出他所持有的普通股的投资者，别指望有机会以可观的利润重新买回它们。从1949年以来，在大多数情况下，他面临着尴尬的选择——要么完全离开证券市场，要么以高于他卖出的价格重新买回它们。

对将来的策略，这意味着什么呢?像几乎每一个其他地方一样，这里有两个主要可能。其一，我们现在仍然经历着历史上最长且最强的牛市，的的确确的牛市，其注定将走以前牛市走过的路，紧接着一个非常深且持久的熊市。根据这个观点，不可避免的事仅仅是被推迟，而长时间的推迟使得其很少被预计到且更加不可避免。上面置于“新时代”上的引号是一个提示——这是20年代后期前所未有的牛市给出的受人喜爱的特点，随着我们历史上最大的崩溃和最严重的萧条而结束。在那些引号中含有的警告，任何慎重的读者都不可能忽视。

但是，我们现在的经济气候与第二次世界大战前一系列影响证券市场繁荣和衰退的经济气候是

不同的。以我的观点，最主要的不同在于，我们的联邦政府委员会(首次在1946年采取行动)干预经济以避免大规模失业和大萧条。虽然我不知道这样的干预是成功还是失败，但我的确知道，当必要时干预仍将会进行。其结果可能是一系列巨大的联邦赤字，接下来可能迅速产生通货膨胀——这与我们在过去10年已经看到的缓慢变化形成鲜明的对照。

带给我们证券市场的第二个大的可能性是其有效地减缓了美元购买力进一步大量地丧失。如果这是真的，或有某些可能证明这是真的，那么投资者持有现金或现金等价物可能会像出现危险的高价位时持有普通股一样有很大的危险。

坦率地说，我不知道这两个可能性的哪一个将会成为现实，但是我认为投资者必须会遵循适合于这个不确定性的理智的程序。这本书的主要目的是提出金融策略和心理上的态度——其可以避免证券市场崩溃或无法控制的通货膨胀所带来的灾难，并且使投资者在金融市场未来的“急流和暗礁”中取得相当满意的结果。

现在回到“买低卖高”的格言。根据一般的市场运行，这似乎不再适用。但是，我认为对那些我称之为“进攻型投资者”而言，其可能是一个可选的策略，当选择特殊的普通股和有价证券时，他

们总是改变态度。

现在我们可以更加清晰地定义出这本书所讲的内容是对谁的和不对谁的了。

无论是一般的各种上市证券还来特殊证券，这本书都不打算写给投机者，他们的目的是期望证券市场变动。但是有一些类型的投机购买，其聪明地度量了证券本身方面的得失因素而被证明是正当的，则落在我们的研究范围之内。

这本书主要直接写给两类人:“防御型投资者”和“进攻型投资者”。它将有助于防御型投资者保存资本，避免严重的委托失误，得到相当的收益回报，在某种程序上防止通货膨胀。另外，它可使进攻型投资者利用许多经常发生的机会，借助于足够的分析，以低于公正价格或内在价值的购买证券。

对第三类投资者———将注意力放在工业和公司预期重大变化的人，这本书可能只有很少的用处。例如，他可能是航空运输股票的购买者，因为他相信这些股票比现在市场标准反映的趋势更辉煌。对这类投资者，本书的价值在于更多地警告潜伏在这种投资方式中的陷阱，而不是提供有助于沿着他的路走的任何建设性的技术。

航空业的毛利润一直是迅速和连续地增长，

但它们的净收益有很大的波动。在1961年出现赤字；而从1945年至1957年，在所有的业绩中，这些股票的标准。普尔指数是很低的，但综合市场指数有很大上升（一些相关数据参见表1）。这个业绩对我给出的警告有个清晰的认识。航空工业成绩的改善开始于1962年，其反映在股票改善的指数水平高于平均恢复指数水平。

表1　航空运输的收益及股票的价格水平：1945~1963

(以百万美元为单位)

时间、数值、项目 毛收益 净收益 航空运输业股票 标准。普尔综合市场指数

标准。普尔指数 (500家公司)

1941~1943年平均 10.0 10.0

1945年 464 (损失)10.1高34.5 高17.7

1948年 696 1.1 低10.0 低13.8

1955年 1634 79.0 高37.0 高46.4

1957年 2128 44.0 低17.6 低39.0

1961年 3064 (损失)37.8 低57.6

1963年 3755 84.1 高47.3 高75.0

投资者最需要而又很少具有的品质是金融历史的意识。对绝大多数公司，人们在普通的投资过程中更多和更重要的是考虑其波动的因素，而很少

考虑其长期的成长和衰退性。是的，市场倾向于欢迎第一个上升浪，似乎它是不断上升的开始；市场倾向于欢迎第一次收入的减少，似乎它预示着完全结束。我们将追踪25年来各种类型证券收益的典型模式和价格行为。

投资艺术有一个一般不受人欣赏的特点。如果不惊人，外行投资者可以用最小的努力和能力取得可信的结果，但是改进这个容易得到的标准需要更多的运用和更多的智慧。如果你只是用一点额外的知识和聪明于投资规划，而不是比通常的结果认识得更好，你可能发现你已经做错了。

由于任何一个买进并且持有典型的上市证券的人有能力取得市场平均业绩，因而“超时平均值”似乎是一个相当简单的事情；但是，事实上，试图达到这个目标而失败的机敏的人比例是相当大的，甚至大多数投资基金多年来也没有经营得太好以使收益高于综合市场收益，尽管他们都是专家。与前述相类似的是经纪行发表的证券市场预测，但强有力的事实说明它们的计算预测比简单地掷一枚分币还缺乏可靠性。

在写这本书时，我始终试图将这个投资陷阱记在心中。我强调了简单的有价证券策略的优点——购买高级别的债券和分散购买重要的普通股

———任何一个投资者不需专家的帮助便可进行。我指出，超出这个安全和合理边际的冒险充满了失败的可能，特别在急躁的时候。在试图冒险之前，投资者应该相信他自己和他的顾问———特别是关于他们是否有投资和投机以及市场价格和潜在价值之间差别的清晰概念。

一个富有思想的投资方法———坚定地以安全边际原理为基础，能够产生可观的回报。然而，没有大量的自我检验，就不应做出争取这些报酬而不是争取防御型投资必定得到的成果的决定。

最后，是一个有追溯性的想法。1913年，我们没有人对以后50年世界应该做什么有任何模糊的想法。现在，我们似乎有更大的经济信心和更深的政治理解，但是没有更多将来的知识。是的，如果我们将注意力局限于美国人的投资经验，那么从上半个世界发现的东西便可得到某些安慰。经过所有的证券投资的变迁和灾难，虽然它们像地震一样是不可预测的，但留给我们的信条是：正确的投资原则一般产生正确的结果。我们必须按照它们将还是如此的假设去做。

对读者的说明：这本书强调它不是对所有的储蓄者和投资者的金融策略，它仅处理他们准备放在市场证券中的那部分存款（在市场证券中包含了

可变现的各类美国储蓄债券）。因而，我们不讨论像活期储蓄、定期存款、人寿保险、不动产抵押和年金保险一样的重要的储蓄和投资媒介。

在储蓄和贷款交往中，“存款”是一种迅速成长的投资形式，在一定程度上，可以认为它们等价于市场证券。然而，由于我已经列出了其他媒介，我决定把它们从这本书中去掉。将我的讲解局限于证券领域——在此领域我已经取得了很多经验且我希望有足够的能力，相信读者将获益匪浅。

>>>>>第一篇 投资的一般方法

>>>>1. 聪明的投资者将获得什么

每个人都知道，在市场交易中，大多数人最后是赔钱的。那些不肯放弃的，要么不理智，要么想用金钱来换取其中的乐趣，要么具有超常的天分。在任何情况下，他们都并非投资者。

本章将列出本书所要阐述的主要观点。作为开始，我希望重点阐述一下关于个人和非专业投资者的适当的证券组合的概念。

但是，首先应明确一下本书题目的定义。作者关于“投资者”的定义是什么？这里，它和“投机者” 的定义是不同的。在《证券分析》一书中曾明确给出二者的区别：“投资操作是基于全面的分析，确保本金的安全和满意的投资回报。不符合这些要求的操作是投机性的。”

这一定义也许和传统的有点不同。这使得我们在“投资”的标题下包含了对不支付股息的股票，甚至是拖欠的债券的购买，只要投资者确信它们的价值最终将高于它们的成本。在这种情况下，“满意的回报”是以资本收益的形式而非固定收入的形式。

但是，这种操作只是特殊情况。作者主要是

讨论一般意义上的投资概念。例如，典型的投资者将注重本金的安全；他将及时购买证券，一般将长时间持有这些证券；他将注重年收入，而非价格的迅速变化。

但在这一点上，现在的投资者和以前的，比如说40年前的投资者是不同的。现在的理性投资也不能完全忽视价格变化，至少应注意避免价格反向剧烈波动时带来的损失。因税务及其他原因，投资者应把重点放在长期本金价值的增长上，而非每年收入，但这并不应被理解为传统交易中利润的快速积累（一个重要的税收利益附属于在获得销售之前至少持有证券6个月）。

本书中“理智”的意思是“有知识的理解能力”，而非“聪明”或“机灵”，或超常的预见力和洞察力。实际上本书所说的理智更多的是指性格上的特点而非脑力上的。这一点对于占投资者大部分的我们称为防御性或保守型的投资者来说尤其正确。我们可以设想这个投资者是一个寡妇，靠留给她的钱为生——她首先必须避免严重的错误或损失；她的第二目的就是不必努力，不必烦恼，不必经常做决定。

但是现代拥有大笔财富的女性，如处在此位置，绝不会把金融事务完全效给别人。她要知道

———至少在一般条件下———她的钱被用来做什么了，为什么如此做。她可能要参与投资政策的缺点，追踪投资结果，独立地判断别人给予她的忠告。对于所有这些防御型的投资者，理性投资主要是严格遵守一些合理的相当简单的原理。

现在我们再讨论第二类投资者，被称为进攻型的或有进取心的投资者。他们和其他人不同就在于他们愿意承担风险———在那种情况中，他们应该被称为投机者。他们的性格使得他们愿意花许多时间小心地选择那些合理的且有吸引力的投资。这并不是说这类投资者是该领域的专家。他们的信息或想法很有可能是来自其他人，特别是证券分析家，但最后作决定的是他们自己，决策之前进行估计是根据自己的理解和判断。有进取心的投资者理性行为的第一条原则是他决不会购买没有经过自己研究的或根据自己的经验觉得不满意的证券。

第一次世界大战前的投资和当今投资之比较

让我们暂时回到1914年，当时情况是有趣的和有启发作用的，那时，作者第一次来到华尔街。其时投资的概念刚刚形成，实际限于公司债券领域，而且大多数是铁路债券。那时———就像现在一样———优先股在投资组合中起着很小的和不为人懂的作用。普通股投资亦是如此，但普通投资者

或不投资，或小规模地实践，且只限于几种证券。

那个年代，在那些安逸的日子里，退休的商人或寡妇，谋求依赖比如10万美元的资本金，投资于15～20种高质量公司证券，每年的收入应会在4.5％～5.5％之间。每年5000美元的收入足够他或她生活得相当奢侈。

现在投资者的情况在两个重要方面已有所不同。首先，一个人仅靠10万美元投资于高等级的债券所得的收入，别想生活得舒适。这种情形在1947年7月《商业和金融记事》中的一篇小文章中被很好地描述过，文中显示一个靠领取年金生活的人,要想活得舒适，在1914年需10万美元。而在1947年就需50万美元。表2给出了这两个时期及1964年收入和购买能力的比较。因为从1947年以来利率上升和1964年通过税收减免，所以在1964年42.50万美元的年金仅相当于1913年的10万美元。

但是，现在一个有42.50万美元资金的投资者不可能把它们都投入到高等级债券。对债券部分，他很可能被一些免税的州及它们的分支机构的债券所吸引，这些债券中非常高质量的种类可能会有3.5％的收益率，而且会减免他的收入税。这个利率开始对于他是比较高的，后来就下降了。

表2　1913、1947和1964年的收入和购买能力（以美元为单位）

类别	1913年	1947年	1964年
总投资	100,000	500,000	425,000
好公司债券的回报率	5%	2.75%	4.40%
税前收入	5,000	13,750	18,700
收入税（3个侍从）	0	3,140	3,700
净收入	5,000	10,610	15,000
美元购买力（以1913年为基础)	100%	45%	33%
收入购买力	5,000	4,775	5,000

1.　这篇文章以亦庄亦谐的方式结束："从上面情况得出的教训是，除非今天你有50万美元，否则你最好忘记退休并继续工作。"

但是最大的改变还在于对普通股的态度，人们不再像50年前那样对普通股持反对态度。对普通股的投资已经成为一个好的投资规划中重要的和不可缺少的一部分。大部分投资者投资于普通股的资金占投资的比率，低的为25%，高的为75%。造成从以前的保守型做法到这一巨大的变化有几个原因，其中一个原因是人们错以为会赢得比债券更高的收入。但如果因为普通股风险高，便认为其回报也高，那么这种高回报率就是靠不往的，在普通股

上的冒险就是不合理的，尽管普通股在有些情况下确实会偶尔带来更高的回报。

一些投资者投资于普通股是基于税收方面的考虑（注1），出售持有6个月以上的证券所得利润的税率是股息或利息的一半或更少。有的人选择普通股是强调它们可能以现在的收入为代价带来资本收益。当然，这里真正的危险还在于，过于注重资金的增值会导致投机的心理和操作，最后导致金融崩溃。显而易见，除非普通股得到满意的税前利润，否则也就没有税收上的优惠条件。

投资普通股更有力的支持是根据长期的投资经验，而不是仅仅根据更高收益和税收节约的渴望。过去80年或可能更长的历史表明，长线持有多种有代表性的普通股，会带来比债券更高的利润，周期性牛市后期购买的除外。在各种不同的时间周期，也会有巨大的损失，但最后总是证明耐心的持有者是正确的。然而，最不利的情况——股票购于1929年——股票的业绩超过债券用了25年。

注1 参见本书附录1

在过去许多年中,从普通股得到的出色结果是人们喜欢它们的有力证据。但是，在一定条件下，它可能是产生极强误导的证据。看一下1941年至1960年的情况，在这个时期，普通股整体上以高

于15%的复合年速率上涨。这个数据确定太好了，但不可能是真实的，至于将来则是令人担心的。普通股在即将到来的几年继续保持这个上涨速度是不可想像的，因为果真如此，那么每个人都能通过股票致富——就像几乎每一个人认为在1929年他能够做的那样。更严重的是过去的高速率有可能意味着目前股票的价格已过高。1941年以来,惊奇的结果可能预示将来不是好的结果而是好的结果。在以下讨论中我们必须回到这个问题的两面性解释。

最近几年，使防御型投资者转向普通股的主要的和令人注目的原因是他们思想中的新因素——经验和害怕通货膨胀。1964年的价格水平是1913年的3倍，这主要是由于政府借债及第一次和第二次世界大战引起的货币供应的扩张。在始于朝鲜战争，继而演变为“冷战”的全球紧张的新时期，价格水平呈不规则的但清楚明白的上涨趋势。没人能够确定将来的价格水平，但每个人都意识到，在过去50年，美元的购买力锐减。那些只持有美元——或只能获得固定数量的美元权利，例如债券——的人，他们的实际财富大大贬值。尽管普通股并不总能使投资者不受或通过套购保值以防止通货膨胀的影响，但整体上它们确实增加了投资者的本金价值和年收，几乎抵消了美元购买力的下

降。

如果我们面临更严重的通货膨胀———现在几乎已是普通接受的假设———那么，以合理的价格购买的普通股就会再度提供比债券更强有力的保护。这一考虑为以下结论提供了极强的逻辑基础：在正常市场水平下，应投资一定比例的资金于普通股（如投资者有其他类型的资产，例如持有自己的企业或商业不动产，它一结论就不那么吸引人了，因为这些本身就是防止通货膨胀的套期保值）。

防御型投资转向普通股与大学捐赠基金的历史有关。开始，法律或传统规定这些资金只能投资于债券或不动产。在30年代，斯坦福大学向法院申请，要求把一部分资金投资于普通股，以在一定程序上减小通货膨胀的影响；赫伯特.胡佛，作为一个大学的理事声明支持这项申请。1964年Vance，Sanders和Company发表的一项调查报告提揭示，65个主要大学56%的资金投资于普通股。

在任何情况下都应投资一定比例的资金于普通股，这个建议是不可改变的。我在这本书接受这个建议，并仅建议投资者考虑这个比例在最低限为25%而最高限为75%以内。但读者必须充分认识到，把资金投资于普通股会带来严重的并发症和危险。这些不是普通股所固有的性质，而更多的是来

自持有者面对股市时的态度和行为。普通股可能是炸药。理论上来讲，合理地、保守地、心平气和地投资于普通股并不难，但是，实际上投资者要受内在的和外在的混乱的诱惑所困扰。法国人说，从崇高到荒谬仅一步之遥。从普通股投资到普通股投机似乎也只有一步之遥。许多有关华尔街的语言和文学，如果不是编造的，都分析了投资与投机方法之间微小但重要的区别。在这个写照的另一方面，在投资者的潜意识和性格里，多半存在着一种冲动，它常常是在特别的心境和不同于常规的欲望驱使下，未意识到地去投机、去迅速且够刺激地暴富。

投资和投机的区别

1962年6月，一家权威金融杂志首页刊载了一篇标题为《小投资者卖空，引起跌风》的文章。没有任何术语可以生动地表达盛行于金融界多年的、在普通股投资和普通股投机概念之间的混淆（有必要指出，该文章刊载时，股市已经经历了一次暴跌，正呈大的上涨趋势。这不是卖空的好时机）。

这本杂志在这里用“投资者”一词是因为，在华尔街通俗的语言中，任何人只要买卖证券，就成为投资者，而不管他买什么，什么目的，什么价格，用的是现金还是保证金。将此和1948年公众

对普通股的态度比较一下，那时超时90%接受询问的人表示他们反对购买普通股。一半人是因为投资普通股“不安全，是一个赌博”，一半人是因为“不熟悉”。令人啼笑皆非（但不奇怪）的是：当普通股以极具吸引力的价格出售时，人们普遍认为购买普通股是投机或冒险行为；相反，当股票剧涨到根据过去的经验毫无疑问是极危险的水平，购买股票反而成了投资，购买者反而成了投资者。

分析普通股的投资和投机之间的区别总是有用的，且它的消失正是人们所关切的。华尔街，作为一个机构，应该更好地提出忠告以重复这一区别，并在和公众交往中强调这一区别。否则，总有一天，交易所会因没有警告那些投机者而使他们遭受损失，并因此受到谴责。我相信本书的读者一定会形成这样一个明确的概念：风险是普通股交易所固有的——风险和赢利机会是不可分的，这两点投资者都应计算在内。

我刚才所说的表明，对于典型的普通股可能不再有真正的投资，从某种意义上讲，投资者可以等到其价格不包含巨大损失的风险时购买它们。投资者必须认识到普通股投资固有的投机因素，如果股票市场的特点在将来可能发生根本变化，他的任务是把它限制在合理的范围之内，并在财务上和心

理上做好出现逆境的准备——这个逆境是重要的尽管可能是暂时的。

应该增加两段来讨论投机的本质，以与现在大多数有代表性的普通股所固有的投机成分相区别。完全的投机既不合法也不道德，并且（绝大多数人）也不能通过它致富。但是，某些投机也是必要的和不可避免的，因为在许多普通股情形中，获利和损失的可能性都很大，风险必须有人来承担。就像有理性投资一样，也有理性投机。但在许多情况下，投机是非理性的，尤其是以下三种情况：（1）意识不到自己的投机行为；（2）缺乏足够的知识和技巧，严重投机；（3）动用比你能承受的损失更多的资金。

按保守的观点，每个用保证金操作的非专业人士都应该认识到，他事实上是在投机，因此，他的经纪人有义务提醒他。每个人购买所谓的热门股，或作类似的购买，他就是在投机或赌博。投机使人着迷，如果你在这个游戏中获得，你就会更加着迷。如果你想试试你的运气，最好拿出一定比例的资金专作此用，且这个比例越小越好。无论是在操作上，还是在思想上，都不要把投资和投机混淆起来。

防御型投资者将能获得什么

我们已把防御型投资者定义为那些主要感兴趣于投资的安全性和不愿烦恼的投资者。他应该遵循一个简单的把证券划分成两部分的投资规划，一部分是合适的债券，另一部分是多样化的主要普通股。胜任的证券分析者或投资顾问都应备有这样的股票清单。投资者必须在与投资于普通股的有价证券比例有关的两种行动之间做出选择。一种是把这个比例固定，例如永远是50%；当市场水平大幅度上升或下降使这个比例改变后，例如到55%或45%，他将进行不经常的调整以恢复到50%的比例。另一种选择是，当他感觉到市场水平危险时，他可以减少普通股的持有量，使其低于50%（低到25%）；相反，如果他认为股票价格的下跌使得它们很有吸引力时，他可以提高这个比例（可能高到75%）。

重要的普通股的股息率不能像高等级债券的回报率那样精确预测。在1964年末，低于3%；但过去10年，市场水平平均约为3.7%。对于每年的收入，股票持有者有权要求用来增加未分配利润或再投资利润。这就意味着，除非将来发生意外，典型的普通股的基本价值会稳定增长，这反映平均或“正常”市场价格也会相应增长（这一事实以及通货膨胀的影响，是使股票的平均价格自美国内战

以来明显呈上涨趋势的原因）。

但这个保证性的陈述并没有包含当前（1964年）的价格水平可能是高得危险的可能性。就像上面所说的，股票正常或平均价格的稳定增长，不能防止股民的股票严重的和可能是持续的贬值。这种风险不可避免，相反，你如不投资于普通股，假如市场水平保持现有或较高水平，你就会承受相应的惩罚。

在正常市场水平下，如果防御性投资者能把一半的本金投资于在市场正常水平上获得的普通股———无论这些普通股是什么———另一半投资于收益率为3.5%的免税债券，他的收回报率就会3.5%和4%之间，约有一半免税。另外，他的股票也会随着利润的再投资而升值，从而使他的回报率可能会高达4.5%。这个成果虽不能说惊人，但可比较轻松地取得。另外，它可保护投资者不受大规模的通货膨胀引起的购买力下降的影响。

在前一版中，我在这一点增加了下列陈述："……还有一个好的机会，即使没有进一步的通货膨胀，股票的投资回报率也很有可能比我们估计的更好。因此，只要防御型的风俗不高于正常价值，他就会收到满意的投资结果。"自1949年以来，普通股的回报率比初始的4%高得多，且后来

比我允诺的5%也高得多。这是对过去的结果满意的源泉，但我已经指出，在股票市场价格大幅度上升的情况下，产生这个好的结果可能对将来是威胁而不是促进。

我简要地提一下三个与防御性投资者相关的补充概念和实践。第一个是购买主要的投资基金股份以作为产生自己普通股组合的替代（我们将使用术语“投资基金”而不是现在不精确的“投资信托”或它的官方的但含糊的“投资公司”的说法）。作为替代，他可以利用在许多州由信托投资公司和银行操作的“普通信托基金”或“混合基金”；或者，如果资金雄厚，他可以利用投资顾问机构提供的服务。这将会沿着标准线对他的投资规划进行专业性的管理。第二就是“美元成本平均值”方法，其隐含着每月或每季度投资等额的资金于普通股上。用这种方法，在价格水平较低的股市上购买的股票就比水平较高时多，最终持有的所有股票就有满意的平均价格。第三为“方程式计划”，就是前面提到的投资者希望普通股持有量在最低25%和最高75%之间变化，与市场的行动保持相反关系。这些思想对于防御型投资者很有价值，在后面章节还将详细讨论。

进攻型投资者将能获得什么

进攻型投资者，当然有比防御型的或被动的同伴赚更多钱的欲望和期望。首先他要相信，他的结果不会更糟。但是，将大量的精力、研究和天生的能力带入华尔街，结果不是赢利而是遭受损失，这是常有的事。这些有利条利如利用不当，就与不利条件没有区别了。因此，进攻性投资者开始就应清楚，什么策略成功机率大，什么方针成功机率小。

我给出5种标准方法，进攻型投资者可用来赚取超额利润。

1．普通交易—全面参与市场活动，就像“平均指数”反应的那样。

2．有选择的交易—选择在一年左右时间中比一般股票在市场上表现更好的证券。

3．　买低卖高—当价格及行情较不乐观时入市，等到两者都上升时卖出。

4．长线选择—选择将来比一般企业更成功的公司（这些股票常被称作为“成长型股”）。

5．廉价购买—购买那些经可靠的方法衡量，价格大大低于它们真实价值的证券。

冒着疏远读者的危险，我明确地说本人并不认为普通交易或有选择的交易在投资实践中有什么作用。二者都有投机的特点，因为要使其取得成

功，靠的不仅是投资者的预见力和交易能力，还要求比同一领域的大量的竞争者更聪明。投资，涉及到将来，依靠将来以证明现在是否正确。但是，投资者若要利用现有资金得到尽可能多的现钱，除非他根据过去的记录和经验进行判断，并能看到潜在的危险并进行防范，而不是误以为靠自己的预见力就能赚钱，投资才有意义。

投资需要并预先假定安全边界，以防事态的发展与预料的相反。在市场交易中，就像在其他形式的投机中一样，错误是没有边界的；你要么对，要么错，错了就意味着损失。因此，尽管我相信普通的理性的读者可以学会在市场交易中赚钱，我还是建议他们去尝试其他的方法。每个人都知道，在市场交易中，大多数人最后是赔钱的。那些不肯放弃的人，要么不理智，要么想用金钱来换取其中的乐趣，要么具有直觉的天分。在任何情况下，他们都并非投资者。

第三种形式的努力—买低卖高原理，好像只有在特殊情况下才能做到，不太实用。其实，这一方法和其他方法有根本的区别，它注重的是已有价值，而非期望市场的下一个运动；低价购入的股票，即使价格不再上涨，其收益和红利也不会让购买者失望。当然，在过去，后者是不真实的；在市

场萧条情况下，购买者最后总能以比购价高得多的价格卖出。

因此，等待购买机会，直到价格明显很低，也属于投资的内容。这件事并不容易，因为市场具有不规则的大幅波动的特征，特别是近40年；而且，如果投资者试图在将来遵循它，结果将有错误计算的危险。因此，有关这一技巧的意见不是确定的，尽管它确实出现，但对普通智力的投资者我不能在财政和心理上证明他一定能成功（其实，大多数有关的时机准则，本质上都是买低卖高准则的折中运用，并被用来保证它的优点，而不必冒着完全“错过市场”的内在风险）。

是否投资者应该试图买低卖高，或是否他应该满足于不管行情如何持有合理的证券—仅接受它们内在品质的周期性检验———是个人必须做出的几个选择之一。这里，投资者的性格和个人地位是决定因素。一个人和市场相关的人，如果习惯根据经济前景形成判断并据此采取行动，那么，对于一般的股票价格，他可能会形成类似的判断。这样的投资者极有可能受低卖高买技术的吸引。但是，专业人员及富有的人，可能更容易从一年年的价格波动中清理他们的思想。对这群人，更有吸引力的选择可能是，当资金允许时谨慎地购买，并注重几年

的收入回报。

下一章将更深入地讨论投资者和市场运动。

根据第四种方法，投资者选择证券，特别是选择普通股时，也要关心它们的长远收益。选一个好的公司，几年后，收入可以翻3倍，股票可以翻4倍甚至更多；而选一个不好的公司，几年后则会大大损失股票的价值。因此，大多数进攻型投资者，应把主要精力花在正确估计他们检验的公司的发展前景上。怎样才能做好这一工作呢？

如果这一工作做好了，即使不用简单、防错的规则或甚至复杂但很好定义的技术，也能取得成功。一个公司的长期将来至多是“付学费的猜测”。某些最花学费的猜测，虽然耗了许多精力进行研究，但结果完全是错误的。其实，成功的主要障碍在于这样一个固有事实：如果一个公司前途明显比较好，那几乎肯定已经在当前的股票价格中得到反映———经常过分贴现。你买这样的股票，就像在赛马比赛中下赌注，机会可能在你一边，但结果往往并非如此。你可以把这当作一条公理：在华尔街，如果总是在做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。

相反，尽管大多数人不赞成你的判断，你仍应遵循自己的独立判断；如果你是正确的，你就有

机会获得丰厚的收益。但具有在别人判断都错误时判断正确的能力的人几乎是不存在的。这种预见力不能被看作理性投资的特点。

因此，即使在适用投资技巧的情况下，我也倾向于强调投资的风险而非可能的收益。选择了前景较好的股票，但小心不要为将来的许诺支付太多。总之，有利于成长股哲理的平衡不可能被如此清楚地分开。在这个领域，有损失的机会也有获利的可能。

对进攻型投资者，最后的机会种类在于购买价值过低或廉价的股票。这种股票和成长股相反。由于成长股很受欢迎，所以经常价格过高。那么，非成长股因不受欢迎，所以经常价格过低吗？我相信对这个问题的回答一定为“是”。在不好的市况和一个不受欢迎的股票之间有非常类似的情况，像由于公众的情绪低落，整个股市呈进一步下跌的趋势一样，由于许多股票的将来不被看好，于是它们的价格降到特别低的水平。当不利的情况出现时——就像真实的发展过程一样，也许仅是预期——人们反应可能过激，从而为那些理性的和有勇气的投资者创造了真正的机会。在萧条的深处和熊市出现时，一般人看不到希望，只认为情况会更糟。同样，当某个企业或工业略呈不景气之势时，

华尔街就认为它的将来完全没希望了，因此不管它的股票价格多低都不买。这两种推理都是相似的，同样是荒谬的。

如果购买价值过低的证券的做法是正确的，那么，只在市场水平普通较低时购买就会收到较高的回报。前者出现的机会在市场任何时候都可能发生，而后者只会间断性地出现。多年的经验使我可以断言，价值过低的证券值得进攻型投资者购买。同样，在许多情况下，普通股份价格是因为它们没能引起投资者的热情和兴趣，而非该公司地位的下降。用华尔街的说法，它们缺乏“性吸引”，因而它们通常只能廉价销售。发生如此情况的一个很好例证可以在1960年大的石油公司股票下跌中找到，这个下跌是由于失去对它们的收益预期的信心而造成的。作为最重要企业的新泽西标准石油公司，那年，其股票售价比利润低12倍（而1963年，据报道，它的利润达到了历史最高水平，股份比1960年的最低价翻了一番）。

因为选择这样的股票需要较多的知识和技巧，所以不是那些新手和专业知识较少的投资者的事情。如此的交易应被一个有能力的证券分析者拒绝，是合乎要求的且可能是必须的，因为他能够摆脱他的同行某些困扰人的偏见。但其与众不同的特

点，正像我们看到的：一旦足够的分析已经完成，并且显著的特点出现，那么理性投资者要有必要的资料使自己确信该投资是正确的、有吸引力的；他不应盲从他的建设者，而应有自己的判断力。在其他证券操作中这也是必需的。

价值低估的证券可能包含公司债券和优先股以及普通股。事实上，在1947年，我们导出一个极端的陈述：唯一适合于投资者的公司债券和优先股类型是价格下跌到价值以下的那此证券。无论一级高级证券或普通的二级证券，都没有美国储蓄债券更具吸引力。虽然高等级债券的收益使单独的投资者更有兴趣，但高收入的投资者没有充足的理由在这个时间离开美国政府债券程序的简单性或放弃高等级的免税债券的确定的收益。

一些二级或低等级债券，价格有时有降到较低水平的趋势，这是当它们的价格处于正常水平时不要购买的原因，也是它们有时表现出相当有吸引力的购买机会的原因。

为完整起见，最后我要提及，可转换债券或优先股有时非常值得购买，甚至尽管它们以全价，即以大约票面价值出售。我必须说明，可转换债券实际并不像理论上那样好。

以上分析了进攻性投资者的各种行为，除了

给出一些建议外，更多的是警告。“比一般人做得更好”，看似容易做到难，而且风险不可避免。但我愿冒险地猜测，哪怕是一个智力平平的人，只要遵循正确的原则，并听从有能力的证券分析者的忠告，询问正确的问题，那么几年后，他就可能比懒散的、被动的或防御型的投资者多赚1倍的钱。

投资者必须回答的问题

我以下面的形式给出了自认为适合投资者的投资种类：

A.防御型投资者应该购买：

1.政府债券和（或）免税证券；

2.各种最主要的普通股，或

2a.主要的投资基金股份。

B.进攻型投资者应该购买：

如上的1,2,2a；

3.成长股，但应小心；

4.重要的公司股票，其不被看好从而卖价大大低于平均收入增值率；

5.在廉价不平上购买二级普通股、公司债券和优先股；

6.一些特殊的可转换债券，甚至以全价。

如果读者接受作者关于机智的个人投资者将买什么的认证，那么，我还给出了几类范围很广且

重要的证券，投资者不应购买。这些是：

1.投资级别的公司债券和优先股，除非它们的税后收入和高质量免税证券的收入相当；

2.以比平均收入增值率高得多的价格出售的热门股；

3.二级普通股，除非其价格特别低；

4.作为上一类的推论，一般情况下，不要购买普通股的新股（不包括主要证券认股权的行使）。

反对购买公司债券和优先股，除非它们超过政府债券的利率比过去几年的更大，并且同样警告不要购买“新商标”的普通股，这个防止误解的说明，毫无疑问有某些使人为难的隐含。我们似乎怀疑所建立的经济过程，依靠这个过程国家的企业进入市场以获得它们需要的基金。但我们的想法没有走那么远。首先，公司没有任何困难，以现行利率或股息率，将高等级的优先股售予主要的机构投资者。第二，已建立的并被公众持股的企业，通过提供证券认股权，对它们的股东还能够增加附加的股权资本。

投资者有权选择那些足够安全而且有适当的收益的股票或证券。因此，除非新发行的证券的安全性和收入能和政府债券以及正常市场价格下的最主要公司的普通股相比，否则，投资者就不应投资

这种证券。

作为证券持有人的投资者

对机智的投资者有另外一种完全不同形式的成就———成为证券持有人后，就应以机警的和有条理的方式行事。这个方面一直被严重忽视；但这一点很重要，尤其是当我们把投资者看作一个集体而非个人时。假设所有或几乎所有投资者（已经充分学习了他们的课程）的行为都是理性的，那么，投资的收益将像在过去经常做的那样，不是来自证券的买卖，而是来自拥有并持有证券以获取利息或股息及从长期价值的增长获利。如果所有投资者对待证券的态度都是正确的，那么对于交易商或廉价货搜寻者来说就没有赚钱的机会了。

投资者作为一个整体不是也不能是证券交易商。他们是国家更大的企业的主人。他们不是从同伴手中赚钱，而是通过企业赚钱。因此，作为投资者，他们主要的精力和智慧应该———至少在理论上如此———用于确保公司的良好运行。这也意味着他们应确保公司得到诚实的和良好的管理。

我认为，普通股投资者及华尔街的咨询人员关于公司管理的观点是极其愚昧和有害的。他们的观点总的来说就是："如果你不喜欢管理，那就卖掉你的股票。"很明显，该行为丝毫不能改善公司

的管理，只能降低股票的价格和使所有权转换。由于这个根深蒂固的观点，作为总体的投资者没有做任何事情以改进需要修正的管理。如此的改善，就像经常发生的那样（由于特殊的原因而发生），反映了对大众拥有者——其作为一个整体根本不对他们的财产管理人加以控制——的不信任。

从更广的意义上来讲，证明投资者的最佳机会在于处理股票持有人和管理者之间的关系；这里，投资者是作为一个整体而不是个人发挥作用。

> > > > 2. 投资者与股市波动

投资者和投机者最实际的区别在于他们对股市运动的态度上。投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中谋取利润；投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票。

本章我们重点讨论普通股价格波动时投资者应持有的正确态度。投资者越来越难保持警惕和超然的态度，而这正是投资者和投机者的区别所在。对于理性投资，精神态度比技巧更重要。我相信在目前的形势下，对待价格波动的正确的精神态度是所有成功的股票投资的试金石。

如果一个采取节制方式的典型投资者遵循第一章建议的行为模式，他的投资组合应该包括价格波动不大的高等级债券（或政府储蓄债券，它没有波动）和市场价格波动较大的普通股。

所报价格的波动可能在两个方面对投资者有明显的影响：

1. 作为投资项目成功与否的衡量。

2. 作为选择证券及交易时机的指南。

这两方面具有内在的联系，但为了讨论方便，我将分别来讲：

价格波动是投资效益的指示计

随着股票价格的上升或下降，投资者是否更富了或更穷了呢？过去，回答肯定是“否”。以前，只有投机者和交易商才关心价格的波动；真正的投资者，被认为不受股票自动收报机和市场报告的影响，只关心股票带来的收入及其长期增值。这也许不完全正确，但就第一次世界大战前投资级普通股的特征来看，这是完全可能的。即使在经济萧条时期，这类股票的股息都极其稳定，遇到牛市，其价格也不会高得不可思议，并且即使在恐慌时期，其价格也不会跌入深渊。因此宾夕法尼亚铁路公司或通用电气公司或美国电话电报公司股票的长久持有人，完全可能忽视其价格波动，而只坚持他自己的目的和哲理。

现今的情况已经不同了，没人相信普通股投资者会对价格的波动无动于衷，原因在于股市本身的变化。第一次世界大战前，普通股分成少量的投资股和大量的投机股。即使是在整个股市波动较大的情况下，投资股的波动也很小，因此其持有者没有真正的心理压力以关心市场。

但自1920年牛市开始，情况改变了。因为当投机热情高涨时，高等级证券的价格升到了极高的水平，接着而来的熊市则有暴跌的趋势。表3说明了这两个阶段之间的差异，给出了道.琼斯铁路股票

平均指数和宾夕法尼亚铁路公司股票价格在1914年前和以后的市场波动中的价格下跌范围（以前投资级别的普通股主要在铁路工业），也给出了价格波动更大的通用电气的有关数据。

从表中可以看出，在1937年3月至1938年3月的12个月内———仅一个暴跌期———这些铁路股票价格的跌幅比1901年至1914年14年之内的跌幅还要大，而后者还包含了1907年的著名的恐慌期（在1929年至1947年，通用电气股票的价格与1901年至1914年相比应该乘以35,而在1956年至1962年，应乘以105）。

表3 1901~1962年被选出的股票的价格范围

时期、项目	道.琼斯平均指数		宾夕法尼亚铁路普通股		通用电气	
	高	低	高	低	高	低
1901~1914	129.9	81.4	85.5	52.0	163.0	90.0
1929~1932	189.2	13.2	110.0	6.5	110.0	8.5
1937~1938	64.6	19.0	50.3	14.1	65.0	27.0
1946~1947	68.3	41.2	47.5	15.5	52.0	32.0

1956~1957 181.2 95.7 28.0 11.1 73.0 56.0

1960~1962 160.4 114.9 18.9 10.3 99.0 54.3

a. 在所有情况中，低价格总是紧接在高价格之后。

b. 在这些周期中，股票分割没有调整。

自从1929年遇到价格波动以来，现今投资者不可能无视这些变化。很明显，他投资普通股成功与否取决于它们的价格，但是，他应在多大程度上关心市场的运行，通过何种市场测试来判断他投资的正确性呢？肯定不是根据短期和小的波动。由于这个态度使得他也股票交易者有所不同。

目前，许多有经验的投资者倾向于用较长时期的股息回报率及价格变化的组合来判断其投资成功与否。过去，这引起可能是在相隔日期、年数之间所作的计算，在这段时间中，一般市场水平没有明显变化。我们用这一测试方法来看一下几个典型的投资股和板块在较有代表性的一段时期内的情况。从1949年以来附加的比较不可避免地包括了股市大幅度增长时期。

表4 从投资计算结果的方法

类别 道.琼斯 标准.普尔500种 美国钢铁 宾夕

法尼亚 阿波特

工业平均指数 股票综合指数 铁路 实验室

|市场价格

无|1947.12.31 177.7 15.30 78.5 18.5 179.0

变|1936.12.21 179.9 17.18 78.5 40.5 51.0

化|价格变化 -2.2 -1.88 0.0 -22.0 128.0

的|得到的红利 77.2 9.94 33.0 18.3 30.7

市|11年总收益 75.0 8.06 33.0 -3.7 158.7

场|收益百分比 41.7 46.70 42.1 损失 311.2

|每年收益 3.2 3.60 3.3 损失 13.7

|百分比(注b)

上|1948~1958

升|收益百分比 340.0 380.00 795.0 117.0 89.0

的| 每年 14.4 15.30 22.0 7.3 6.0

市|1959~1963

场|收益百分比 49.5 54.10 -30.6 44.0 238.0

|每年 (注b) 8.4 9.00 损失 7.6 27.6

a.调整。 b.混合。

表4的数据有力的说明：在开始的11年内，对阿波特实验室的投资是成功的，而对宾夕法尼亚铁

路的投资则是失败的。由于使用了“中性的”结束日期且包含了股息，所以该方法测试投资效果是很满意的。在像1949年以来那样的股市上涨时期，该方法尽管不是那么具有结论性，但仍不失为较有价值的方法（在这样的经历中，更加投机的策略的选择比更保守的策略的选择获得更大的收益，但并不能证明前者比后者更合理且更聪明）。表4的“上升的市场”部分标明，美国钢铁公司和阿波特相关的业绩与以前明显呈反向变化，它说明不能简单地把过去的记录作为未来的导向。未来应注意什么在第13章给出。

这一方法可用来测试投资者证券组合的所有业绩，或进行投资基金之间的比较，或评估替代性投资准则的优点，例如，买成长股还是买低估了价值的股，正像我在后一章将要做的。表5给出了用这一方法比较三种投资基金管理结果的例子。

表5 计算高效基金业绩的方法*

类别		乐波曼公司	尼阿加拉股份公司	海外证券公司
	每股净资产值:			
无	1947.12.31	49.03	16.70	11.03
变	1936.12.31	45.73	22.59	15.65
化	价值的变化	+3.30	-5.89	-4.62

的|支付的红利 26.52 3.10 16.90
市|11年总收益 29.82 （负）2.79 12.28
场|收益百分比 65.20 负 78.50
|每年收益 4.70 负 5.40
|百分比（注b）
上|1948~1958 246.00 249.00 280.00
升|收益百分比 11.90 12.00 12.90
的|每年(注a)
市|1959~1963 39.00 48.00 41.00
场|收益百分比 6.90 8.20 7.10
|每年

a.　这个标准但复杂的方法要求资本收益分配的再投资，由这种方法计算的平均结果见表24。 b.复合。

当股市价格波动较大时，几乎所有投资者的投资组合价值都有类似的变化。但我认为，投资者不应太受这些价格波动的影响，除非他采用前面建立的买低卖高的方法。当他在一个上升的市场买进，并且市场持续上升时，他也不一定是一个聪明的投资者。直到他以好的利润兑现时，那才是真的，除非他肯定不购买股票————个不可能的故事——或他决定仅在相当低的价位再投资。在一个持续的规划中，不会实现市场利润，除非后来的

重新投资确实发生，交易收益的真正度量是前面卖出价格与新买入价格之间的差。

让我再一次指出，投资成功与否应该用长期的收益或长期市场价格的增长来衡量，而非短时间内赚取的差价。成功的最好证明在于，在普通市场水平上，在连续的平衡点之间，价格的上升。在大多数情况下，这个合理的价格行为将与平均收益、红利和负债表状况很好的改进所伴随。因而在长时间内，一个成功的股权投入的市场实验和普通企业实验趋于非常一致。

对于股市下跌和不成功的投资情况则有所不同。这儿短期的和长期的影响是有区别的，除非价格跌幅较大，比如，大于1/3,或是反映了该企业地位下降，否则价格下跌对真正的投资者没有太大的影响。在熊市时，许多较好的股也许售价极低，持有者的票面价值也许会损失50%左右，但这不一定说明其将有长期的影响。让我以1937年至1938年间大西洋和太平洋茶叶公司的普通股为例来说明这一点。

大西洋和太平洋茶叶公司的股份于1929年在纽约场外交易所交易，售价高达494美元。到1932年跌到了104美元，而该公司的收入即使是在这灾难性的一年，也几乎和以前一样高。1936年，股

份范围在111美元至131美元之间，接着在1938年的经济衰退和熊市时，跌到了36美元的新低。

这一价格低得惊人。这意味着该公司优先股和普通股的总价值仅为1.26亿美元，尽管该公司刚刚报告其拥有的现金就有8500万美元，还有1.34亿美元的净资产（或净流动资产）。大西洋和太平洋茶叶公司，即使不是世界上，也是美国最大的零售企业，多年来一直有良好的收益记录。但是1938年，这意味着其营业值比清理值还小。为什么？第一，连锁企业受到了特别税的威胁；第二，净利润在前些年有所下跌；第三，因为股市普遍萧条。第一个原因被夸大了所以不必去害怕，而另外两个原因则是暂时的。

假设投资者1937年以其5年平均收益的12倍，或大约80美元的价格买入了大西洋和太平洋茶叶公司的普通股，那么价格跌到36美元时，他肯定不会无动于衷。他将会得到忠告，仔细检查一下图形，看是否做出了某些错误计算。但如果他的研究结果使其消除了疑虑——像它们应该是的那样——那么他就有权将股市的下跌作为暂时的反复无常的变化而加以忽视，除非他非资金和勇气利用股市所提供的廉价购买更多的该种股票（大西洋和太平洋茶叶公司的普通股后来上涨到超过与1938

年等值的700美元，即在1股划分成10股后，于1961年上升到70.5美元，但第二年又跌了一半。这说明不规则的价格波动使绩优股也变得很脆弱）。

市场波动是投资决策的向导

由于普通股甚至投资级别的股票，其价格也呈周期性和大范围的波动，因此，许多机智的投资者就感兴趣于从价格的波动变化中谋取利润。可通过两种途径达到此目的：时机和价格。所谓时机，就是要致力于预测股票市场的行动——当认为将来市场进程是上升时，买入并持有，而当进程是下降时卖出或不买。所谓价格，就是应致力于当报价低于合理价格时买进股票，而当上升到超过该价格时卖出股票。较少野心的价格形式是你应努力确信，当你买的时候，你没有为你的股票支付得太多。这对长期投资者来说应该满足了，其强调的是长期持有，而它本身就表示了很少关注市场水平。

我相信不论通过这两种途径的哪一种，一个理性投资者最后都会收到满意的回报。我同样确信，如果他在预测的基础上，把重点放在时机上，他最后会成为一个投机者，从而得到投机者的结果。外行人不易看到二者之间的区别，且华尔街也不认为二者之间存在区别。作为商业实践，股票经

纪人和投资咨询人员都普遍认为投资者和投机者都应对市场预测持极其谨慎的态度，而不是确信其正确性。

一个人从华尔街得到的越多，他就越应对预测和时机持怀疑态度。投资者不必进行大量的预测，应他的要求所进行的预测几乎天天出现。然而，在许多情况下，他很注重它们，并依据它们而行动。为什么？如果投资者认为他能通过预测和时机赚钱，他就要每天作大量的预测，而他认为经纪人或咨询人员的预测比他更可靠，他就会经常去咨询，而很少自己去思考。

这一态度最后只会让投资者后悔不迭。如果没有认识到这一点，他将会发现自己成了一个市场交易商。在持续的牛市，在投机潮中很容易赚钱，他会慢慢对所买证券的质量和价值失去兴趣，越来越投入到与市场作对这一诱人的游戏中。但实际上“与市场作对”等于与自己作对，因为是他和他的同伴形成了市场。

这里，我们没有空间详细讨论以前的和最近的市场预测，大量的脑力已投入了这一领域。毫无疑问，某些人可从对市场的很好分析中赚到钱，但认为一般公众都能通过市场预测赚到钱就荒唐了。假如在某一信号下，公众在获利的前提下，都去抛

售股票，那谁会去买呢？假如你，读者，想通过市场预测赚钱，你的投资目标必须和其他投资者一致，并且能够比你的同伴做得更好才行。无论是在理论上还是在实践中，一个独立的参与市场运动的一般或典型的投资者都不可能比公众更加成功。

关于时机的理论还有一点很容易被忽视。对于投机者，时间具有心理上的重要性，因为他想在短时间内获取大笔利润，在他的证券上升之前等待一年的想法是不适合他的。而等待的时间对投资者来说则无关紧要。如果没有得到某一有价值的信号，说明购买时间已经来到，投机者就不会投资，那对他有什么利润呢？投机者只有再等待一段时间后，以相当的价格买入，才能赚取利润以抵消股息收入的损失。这也意味着对于投资者来说，时间没有真正的价值，除非它与价格一致，即，除非它使他能比以前的卖价低得多的价格再次买入。

在这方面，关于买入和卖出时机的著名道氏理论已有不同寻常的历史。简单地说，这一理论把股票平均值向上的一种特殊类型的突破作为买入的信号，而把向下的类似突破作为卖出的信号。用这一方法计算的结果——不一定准确——表明自1897年到今天在实际操作一直是可以获利的。

让我们从关于“再购买测试”的观点来看一

下表6。道氏理论是否像该表的测试结果那样，允许参与者以比其卖出价低的价格买回呢？答案是奇怪的且不那么尽如人意。在开始的40年（1899年至1938年间）10次购入中有9次实现了真正的利润；但在1938年以来的7次购入中，交易者每次的买价都比售价高。因此，假如他一直持有的话情况反倒好些。因为那样的话，在这一阶段内他不但会获取本金价值，还会获取连续的股息收入。

经过对这一问题的大量研究，我认为，道氏理论运行结果最近的变化并非偶然，它显示了在商业和金融领域内预测和交易准则的一个固有特性。那些日益被人们接受和看重的准则之所以如此，是因为在一段时期内它们一直运行很好，或有时仅仅是因为它们似乎适合以前的统计记录。但是随着其日益被接受，其可信度也逐渐降低。其原因有二：首先，随着时间的推移，旧的准则不再能适用新情况。其次，在股市发展中，交易理论本身的流行性也会发生一定的影响，这从长

表6　从道氏理论应用与道.琼斯工业平均指数得到的结果

买点 卖点 在卖点与买点之间的差别

日期 价格水平 日期 价格水平 前一个买点 下一个买点

周期 I. 1897~1937

1897.6.28 44.6 1899.12.16 63.8 19.2 4.4

1900.10.20 59.4 1903.6.1 59.6 0.2 8.2

1904.7.12 51.4 1906.4.26 92.4 41.0 22.4

1908.4.24 70.0 1910.5.3 84.7 14.7 2.8

1910.10.10 81.9 1913.1.14 85.0 3.0 20.0

1915.4.9 65.0 1917.8.28 86.1 21.1 3.9

1918.5.13 82.2 1920.2.3 100.0 17.8 16.3

1922.2.6 83.7 1923.6.20 90.8 7.1 -3.0

1923.7.12 93.8 1929.10.23 305.9 212.1 221.6

1933.5.24 84.3 1937.9.7 164.4 80.1 37.0

周期II. 1938~1963

1938.6.23 127.4 1939.3.31 131.8 4.4 -10.8

1939.7.17 142.6 1940.1.13 145.2 2.6 -0.7

1944.6.15 145.9 1946.9.3 178.7 32.8 -9.9

1948.5.14 188.6 1948.11.19 173.9 -14.7 -55.0

1950.10.20 228.9 1953.8.31 261.2 32.3 -66.4

1954.6.4 327.6 1957.2.11 457.4 129.8 -2.1

1958.5.2 459.6 1960.3.15 612.1 152.5 -4.2

1962.11.9 616.3

* 买点和卖点来源于巴波的道.琼斯服务业，代理和其他相同的因素不考虑。

远的观点来看降低了其获取利润的可能性（道氏理论的流行性似乎能证明其本身的正确性，因为当出现买入卖出信号时，它可以通过其追随者的正确行为使股市上涨或下跌。这种类型的“大崩溃”带给公众交易者的当然是危险而非利益）。

作为对由道.琼斯定理所产生的报告结果的检查，我们用阻力点技术来看一下1897年至1963年间道.琼斯工业平均指数每月的数字，显示结果整体上和传统的道氏理论据说的相似。1933年6月之前，证明这一方法一直是成功的，其显示的总体收为234点，而这一部分如不进行交易的话，仅仅可能上涨58点。但是在1933年6月至1963年12月间情况发生了转变，10次中的8次出售和再购证明是无利可图的。因此，如果仅仅持有，获得的收入可达554点，而遵循阻力点技术的交易者仅仅可获得200点的收入。

低价买进高价卖出的方法

我认为一般投资者不能一直通过预测价格的

波动来赚取利润。在每一个大幅下降后买进且在每一个大幅上升后卖出的情况下，他能从中获利吗？从1950年以前的价格波动情况来看，投资者可通过买低卖高方法从中获取利润。事实上，古典的“精明投资者”的定义是“在其他人都抛售的熊市中购入，在其他人都购入的牛市中抛出的人”。

在1897年至1949年间，有10个完整的市场周期，其运行特点是，从熊市到牛市再回到熊市，其中6个历时不到4年，4个长达6至7年。另有一个——1921年至1932年间著名的“新时代”周期——持续了11年，由低到高的增长率在44%~500%之间，大多数在50%~100%之间，而随后的降幅在24%~89%之间（大多数在40%~50%之间，应该注意，50%的降幅就抵消了前面100%的升幅）。

几乎所有的牛市都具有这样几个典型的特征：（1）历史性的高价位；（2）高价格收益比；（3）相对于债券收入较低的股息收入；（4）许多投机活动；（5）许多质量较低的普通股上市。因此，对学习股市历史的学生来说，机智的投资者应该能识别出周期性的熊市和牛市，从而在熊市上购入，在牛市中抛出，并且在大多数情况下以相当短的时间就价值因素或价格升降幅度或二者的综合情

况，研究出各种确定市场是否处于购入或抛出水平的方法。

但是我必须指出，即使是开始于1949年的前所未有的牛市之前，在市场周期中仍有许多变化使买低卖高这一方法复杂化，有时甚至失败。最显著的一次是20年代末的大牛市，在这个牛市中，许多预测都失败了。然而，即使在1949年，也不能肯定投资者应该主要将其金融策略和投资过程基于在熊市时低价位买进，而在牛市时高价位卖出。

最后事实证明，反过来倒是正确的。在过去15年，市场行为没有遵循以前的模式，以前建立的危险信号及买低卖高的准则都不适用了。在下章中，将详细说明忽视1950年前先例的原因。我不敢确定以前的牛市—熊市模式最终是否还会出现，但我认为，投资者致力于将他现在的策略基于经典的公式，即在买入任何普通股之前，等待可证明的熊市水平，是不真实的。我的建议是，如果投资者选择这样做的话，那么应根据由价值标准衡量的股票价格水平吸引力的大小，相应地调整证券组合中股票和证券投资的比例。

投资计划分析技术

在1949年于1950年，股市呈涨势时，人们使用各种方法以从股市的周期运动中谋取利润。这

些方法被称为“公式型投资计划”。所有这些计划，除了美元平均值情况外，其本质都是当股市涨幅很大时抛售一些普通股。按照这些计划，股市的大幅上涨将导致持有的所有普通股出售；其他的计划则认为，在任何情况下都应维持股票有一个较小的比例。

过去许多年，当追溯这些方法在股票市场的应用时，是相当符合逻辑的，并显示了优异的结果。但不幸的是，这些方法被普遍采用之时，正是其失去效力之时。在50年代中期，许多公式型投资者发现他们完全或几乎在某一水平离开了股票市场。确实，他们已经获得了丰厚的利润，但从广义上讲，市场在那之后“离”他们而去，他们的公式没有给他们机会以买回一个普通股的地位。

这些公式型投资者50年代的经历和约20年前道氏理论的信奉者的经历相似。在方法的流行之时正是其失去效力之时的情况下，我们用决定道.琼斯工业平均指数所指示买卖水平的“中心价值方法”时也有过类似的失败经历（这将在后面的章节中间详细解释）。教训似乎是，任何容易在股市上被大多数人掌握和运用的赚钱方法都太简单和太容易结束。Spinoza的总结性的评论应用于华尔街也是一条哲理：“所有杰出的事情都像它们很稀有一

样的困难。”

股市小史：1900~1963年

自1949年始，股市的行为和过去有根本性的差异。人们可以发现最相似的是1922年至1929年。总结这个根本性差异的方法是陈述，当股市上涨的幅度达到历史最高水平时，降幅也达到了历史最高水平——从1961年12月至1962年6月为27%——比过去任何15年跨度的水平都要高。

难以置信的是，这一现象持续这么久竟没有结束的迹象，也就是说，这只不过是人们又一次的“超乎寻常的错觉”。我们几乎不知道这真正意味着什么；没人取确定这一暴涨在多大程度上是对股票的固有价值合理的再评价，及多大程度上是投机情绪的高涨，这个高涨最终必须以极端的和痛苦的方式加以修正。

理性投资者应该了解股市历史上的一些基本事件。他不应想当然地以为1949年以前的任何情况都和现在无关，直到他知道他正在拒绝什么。因此，在表7和表8,我给出了1871年至1963年间股市的一些显著的数据。表7是关于价格波动的数据，从熊市的低价到牛市的高价再到熊市的低价。对于最近的1949年至1963年，我给出了这一大幅上涨时期中的三次主要回落的数据；这三次回落——

即使幅度最大的一次出现在1962年———也不应被认为是真正的熊市出现时的下跌。表8给出了基于收益和股息的有关数据，及由此产生的比率。这此将在后面章节中提及。

在前一版中我强调了“市场的连续性”。我的意思是，如果在前一个牛市的高价位投资者出售了股票，那么他就有机会再以较低的水平买入。根据表7,1942年熊市的所有低价位都比前30年甚至更长时期中任何一个牛市的高价位要低，因此，1942年熊市的标准.普尔平均指数比1901年以来任何一个所记录的高点都要低。

表7 大的股票市场波动：1871~1962

年份 标准.普尔500种综合指数 道.琼期工业平均指数

高 低 下降百分比 高 低 下降百分比

1871 4.74

1881 6.58

1885 4.24 28

1887 5.90

1893 4.08 31

1897 38.85

1899 77.6

1900 53.50 31

1901 8.50 78.3
1903 6.26 26 43.20 45
1906 10.03 103.0
1907 6.25 38 53.00 48
1909 10.30 100.5
1914 7.35 29 53.20 47
1916~1918 10.21 110.2
1917 6.80 33 73.40 33
1919 9.51 119.6
1921 6.45 32 63.90 47
1923 31.92 381.0
1932 4.40 86 41.2 89
1937 18.68 197.4
1938 8.50 55 99.0 50
1939 13.23 158.0
1942 7.47 44 92.9 41
1946 19.25 212.5
1949 13.55 30 161.2 24
1952 26.60 292.0
1952~1953 22.70 15 256.0 13
1956 49.70 521.0
1957 39.00 24 420.0 20
1961 76.70 735.0

1962 54.80 29 536.0 27

表8　股票市场行为的画像：　1871~1960和1947~1963（注a）

时期 平均 平均 平均 平均 平均 平均 年增长率

价格 收益 P/E比 红利 收入 付出 收益 红利

1871~1880 3.58 0.32 11.3 0.21 6.0 67

1881~1890 5.00 0.33 15.6 0.24 4.7 75 -0.64 -0.66

1891~1900 4.65 0.30 15.5 0.19 4.0 64 -1.04 -2.23

1901~1910 8.32 0.63 13.1 0.35 4.2 58 +6.91 +5.33

1911~1920 8.62 0.86 10.0 0.50 5.8 58 +3.85 +3.94

1921~1930 13.89 1.05 13.3 0.71 5.1 68 +2.84 +2.29

1931~1940 11.55 0.68 17.0 0.78 5.1 85 -2.15 -0.23

1941~1950 13.90 1.46 9.5 0.87 6.3 60 +10.60 +3.25

1951~1960 39.20 3.00 113.1 1.63 4.2 54 +6.74 +5.90

1947~1949 15.71 2.18 7.1 0.97 6.4 45

1954~1956 38.19 2.56 15.1 1.64 4.3 65 2.40(c) 7.80(c)

1961~1963 66.10 3.66 18.1 2.14 3.2 58 5.15(c) 4.42(c)

a. 数据主要取自 N. Molodovsky的《股票价值和股票价格》。

b. 年增长率数据由Molodovsky汇编，覆盖了连续21年周期，端点是1890年、1900年等。

c. 这些增长率数据是1954~1956年对1947~1949年，1961~1963年对1954~1956年。

但在近20年情况就不同了。股市在1946年市场高点以后的下跌毫无疑问反映了真正的熊市，平均值再也没有回到以前（1939年）的高度。更惊人的是，1962年股市崩溃时的最低点是1946年的最高点的2.5倍。很明显，我们已经不能根据过去的经验来预测投资者何时应完全退出股市了。

最后一个论断并不是说防御型投资者没必要考虑股市的大崩溃，而是说，他不能预测（或可靠地了解）股市何时会崩溃，会有多严重。

个股的市场波动

根据以上讨论，我认为，进攻型投资者局限

于利用市场周期性波动，在历史低位或中等水平买进并在市场达到历史高位时卖出的方法是不可行的。因此，买低卖高的原理可以更满意地作为个股的主要参考而几乎与一般市场水平无关。

如果投资者有意投资廉价股，那他就应持续关注廉价股的价格变化，而不是试图在广泛跨越的区间或以时间公式的变化尺度为基础运作最重要的股票。单个股票的廉价性可由在任何时间实际进行的证券分析过程来确定，除非整个股市都处于卖方市场，否则这类股票就能带来满意的回报。尤其是市场相对平和时，它们显示了最好的收益。这时，研究个股会发现许多获利机会。

购买廉价股的前提是市场目前对它的估价是错误的，或者，至少购买者关于其价值的估计比市场更正确。在这个过程中，投资者的判断和市场相悖。对某些人来说，这好像有点自以为是或愚蠢。事实上，许多人仍坚信这一老信念：当前的市场价格比任何个人的判断更有参考价值；每一个有关的当事人的知识、期望和判断，被认为在得到所谓的“不流血的市场判决”方面都起着它们适当的作用。因此，似乎朴实和平庸的感觉会使投资者抑制他的推断——他比市场了解得更多。

根据这一信念，我们可以推出，华尔街认为

预测对与众不同的市场运动的个股或特殊的工业群才有意义。假如一个投资者行动和市场相悖，就会被认为是股票将要发生大的变动的信号。以前，这经常预示着著名的“他们”将要对该股进行大的操纵。现今，随着“他们”的消失，这种信号被普遍解释为：如果该股“表现很好”，那就意味着有识之士认为该公司的业绩有高于一般企业的趋势，因此，现在应购买其股票。反之，华尔街有经验的人会建议你不要购买其股票，甚至抛掉那些近年“表现不好”的股票。同样，当股市平均指数在大的下跌后上涨到一个新的高度时———像1963年9月———这非常的成绩会吸引许多投资者进入股市。很明显，这些金融家认为，股票更加吸引人是因为价格比以往更高。

我坚信，投资者不应以个股的市场运动提供的信号来进行操作。个股的“技术研究”和整个股市的技术研究基本相同，得到的信号有时是正确的，有时则是错误的。总之，对于保守性的应用它不是那么可靠，其只是交易和投机领域重要工具的一部分。因此，如果它们也是投资者的武库的话，那将是非常奇怪的。他们最熟悉的论据是，上升时买进股票，而下跌时卖出股票。假如投资真的有一条基本准则，那就应与其相反。

就典型的估值过低的股票情况来说，前述的市场行为不是鼓舞人心的；这些证券不为交易者和技术专家所接受，或因其很不知名而被忽视。完全没有理由期望这迷股票的价格在投资者决定购买后会立即上涨。事实上，如果一个投资者购买了这类股票，他应想一想为什么其价格不会无限期的上涨并且可能增加低估值的度量，理论上没有根据说明这一结果不会发生。实践经验中，证券趋向于以接近价格水平销售，接近于它们的指示值。这个观点中的时间是不确定的，被某些情况证明的时间实际上要被延迟好几年。投资者应基于他的策略与经验而不是例外。我自己的记录表明，一个被充分低估价值的股票得到修正，平均需要的时间在半年到两年半之间。

也许一些人会认为，证明他的可赢利性的高超判断和勇气需要的时间太长了。但事实上，如果我们估计是正确的，那就意味着，股市总是特别偏爱投资于估值过低股票的投资者。首先，股市几乎在任何时候都会生成大量的真正估值过低的股票以供投资者选择。然后，在其忽视且朝投资者所期望的价值相反方向运行相当长时间以检验他的坚定性之后，在大多数情况下，市场总会将其价格提高到和其代表的价值相符的水平。理性投资者确实没有

理由抱怨股市的反常，因为其反常中蕴含着机会和最终利润。

最后我应该指出，在道.琼斯工业平均指数中，对那些被认为前景不好的股票经常估值过低。在过去30年，如果注意投资于这类不被普遍接受的普通股，就会获取惊人的高利润。

最后我应该指出，在道.琼斯工业平均指数中，对那些被认为前景不好的股票经常估值过低。在过去30年，如果注意投资于这类不被普遍接受的普通股，就会获取惊人的高利润。

企业估值和股市估值

当我们接着讨论辨别廉价证券的技术时，我将指出测试其估值过低还是过高的最基本的方法是，拿其价格和其所属企业整体的价值进行比较。如果通用汽车公司对投资者来说每股价值是100美元，这一定是因为这个巨型企业总的普通股所有权价值不少于294亿美元（2.94亿股乘100美元）。另一方面，对于大西洋和太平洋茶叶公司，当其普通股的价格在1938年降到36美元时，我们确信其一定被大大低估的一个原因是，这一价格意味着市场对该企业总的估值比其流动资本还要低。这件事情是非常荒谬的。

那么，1938年3月，大西洋和太平洋茶叶公

司的10股、100股或1000股单个股份持有人真正拥有的是什么呢？他是否拥有该公司的一小部分，就像哈特福德家庭拥有大部分一样呢？或其拥有的股票仅仅使其有权领到股息和股票出售时的收入？这个问题的另一种提出方式是，购买价格为80美元的大西洋和太平洋茶叶公司股票的投资者，当该股价格降到36美元时，他是否真的有所损失？他是否比以前要穷？这一问题的正确答案也是投资者与其持有股票价格波动之间的关系这一更广义的问题的关键。

正像我们看到的，投资者——股票持有者在部分真正的企业所有者和纯粹的股票持有人二者之间占据了中间或显著的地位。毫无疑问，他没有单个的或合伙关系的企业所有者固有的对企业的重要的控制权力。就这一点来说，当小股持有者非其控制群体的一部分时，他的地位无异于私营企业的小股持有人。但这实际上也是一个极其有利的条件，因为这样他可以在任何时候以牌价卖出他自己的股份。

但有这样一个事实：真正的投资者很少被迫出售其股份，一般情况下，他不必关心其股票的现行牌价；只有在牌价适合其准则时，他才注意它并采取相应的行动。因此，当其股票价格因某些人的

误导而下跌时，这类投资者就惊慌失措，错误地把自己的有利条件变成了不利条件。如果他的股票没有市价，可能景况更好，因为他可能避免了由其他人的错误判断给他带来的精神痛苦。

顺便说一句，在1931年至1933年的大萧条时期，类似情况广泛存在，这时拥有公司非上市股权的投资者就有心理上的有利条件。例如，拥有企业不动产的第一债权的投资者，会不断地获取利息收入，会觉得自己的投资是成功的，这种投资没有市场价格的波动使他担心。另一方面，许多上市公司尽管业绩很好，且仍有发展的潜力，但其股票的牌价可能会发生损减，从而使其股票持有人误认为其业绩下滑。实际上，尽管其价位有时很低，上市证券的持有人仍有许多有利条件。因为，如果他们想或是被迫的话，他们至少可以出售这些证券——可能将它们转换成更好的廉价股。他们也可以把市场的动作看成暂时的和基本无意义的。但如果认为你之所以没有受到任何价值上的损失，只是因为你的证券根本没有上市，那就是自我欺骗。

再看一下1938年大西洋和太平洋茶叶公司的股票持有人，我断言，只要他们不放弃该股，那么他们因价格下跌受到的损失就不会超过他们认为该公司股票内在价值或固有价值损减而发生的损失。

如果该公司的固有价值根本就没有损减，那么他们就有理由认为其股票的牌价总会上升到它的成本价或是高过其买价。事实上，第二年的情况确定如此（注1）。在这一点上，这类投资者的地位至少不低于私营非上市公司股

注1．1939年，大西洋和太平洋茶叶公司的普通股价格高达117.5美元，后来达到705美元。

份所有人的地位。在那种情况下，投资者因1938年经济大萧条的影响，也会根据公司的情况考虑是否抽回其大部分投资。

股票投资价值方法的批评人士认为，用对待和评价一个相同私营企业利息的方法来对待和评价上市的普通股是不恰当的，因为存在“注入净资产所有权新的和非常流动性的一个有组织的证券市场”。但这种流动性实际上意味着：第一，无论评价可能如何，投资者可通过每日股市行情对他所持有股标评价的变化而收益；第二，投资者可根据每天的价格调整其投资，如果他选择的话。因此，上市股票给了投资者一定的选择余地，而非上市的证券则不能。但它没有强加现行行情于投资者，投资者喜欢从某些其他来源取得自己价值观点。

让你以寓言的方式来结束本节内容：假设你拥有某一私营企业1000美元的小额股份。你的一

个同伴，不如称为Market先生，非常乐于助人，每天告诉你关于他对你的股份价值的想法，另外根据他所告诉你的情况提出购买你的股份或是卖出你的一些股份。有时根据你自己对该公司的发展前景的了解，他的想法好像是可行的、正确的。但是，他经常过于兴奋和担心了，有时你甚至觉得他的建议有些愚蠢。

如果你是一个自信的投资者和明智的商人，你会让Market选择每天的意见来决定你对自己1000美元股份的看法吗？在你同意他的想法时，或你想同他做交易时，或当他供给你一个高得不可思议的价格时，你可能会很高兴把股份出售给他。而当他出一个极低的价格时，你可能也会同样乐意从他那里购买一些股份。但其他时候，你将更加明智地根据公司关于其运营和经济状况的报告来形成自己的判断。

真正的投资者，当他拥有上市普通股时，应处于这样的位置：根据他自己的判断和倾向，他既可从每天的市场价格中谋取利润，也可以此不予理会。他必须关注重要的价格波动，否则他的判断将无据可依。在想像中，它们可能给予他一个警告信号，他最好留意——这日常语言来讲，意味着他必须卖出他的股票，因为价格已经下跌，应防止更

坏的事情发生。依我看，这些信号给投资者误导的次数不比有用的次数少。从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者购买机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者出售机会。而其他时候，他如果忘记股票市场而把注意力放在股息收入和公司运作状况上，将会做得更好。

小结

投资者和投机者最实际的区别在于他们对股市运动的态度上。投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中谋取利润。投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票；市场波动实际上对他也很重要，因为市场波动产生了较低的价格使有机会聪明地购入股票，又产生了较高的价格使他不买进股票并有机会聪明地抛出股票。

投资者不应仅仅在等到市场价位跌到极低时才购入股票，因为这意味着可能要等较长的时间，从而损失大笔股息收入及大量投资机会。总的来说，投资者最好是在他有资金可以投入股市时就购入，除非市场价位比他用一些公认的价值标准判断的合理价位高出许多。他如果精明的话，应从一些廉价的个股中寻找投资机会。

在华尔街，人们除了预测股市的运动，还花

大量的精力选择一些在较短时间内价格可能会以比其他“做得更好”的股票或工业群。尽管这个努力似乎是合乎逻辑的，但我认为，这种尝试不适合真正的投资者的需要和性格——因为这意味着他将要同从事这一工作的许多股票交易商和一流的金融分析家竞争。就像其他把价格波动看得比固有价值重要的行为的结果一样，进行这一尝试的人绝大多数最终或是有所损失或是盈亏两抵。

具有良好的股票组合的投资者应预计到其股票价格会发生波动，但无论其涨跌，他都应避免过分激动。他应该知道，他既可从价格波动中谋取利润，也可忽视它们。他不应该因某一股票上涨了就购入，或是因某一股票下跌了就抛出。如果他记住这样一句格言他就不会犯大的错误：“股票剧涨后莫买，股票暴跌后莫卖。”

附注：我应谈一谈作为经营竞争度量的平均市场价格的意义。股票持有人用股息收或股票平均市场价格的长期变化趋势来衡量其投资的成功与否，这一方法也应被用来测试一个公司管理的有效性及其对股份持有人态度的正确性。

这好像是不言而喻的，但有必要强调一下。现在还没有可以接受的技术或方法使管理层形成市场观念；相反，公司管理层一直认为他们对其股票

市场价格的任何波动不负表任何责任。确实，对于那些和固有价值状况毫无关联的价格波动———正像我一直坚持的———他们不应承担什么责任，但股票持有人不应认为，该管理层对所有的价格波动，包括长期的大大低于其固有价值或不满意的价格不平，没有责任。好的管理应产生好的平均市场价格，坏的管理则产生坏的市场价格。

>>>>3. 1964年股市行情

从金融历史中我们必然得出这样的结论：并不是通货膨胀本身使它成为股市的强有力的影响因素，而是受其影响的投资者的心理倾向使其成为牛市发生的内在因素。

在前几版中，本书已经讨论了在写作时的股市水平，并一直致力于回答这样一个问题：对于保守型购买它是否太高？我用保守型的标准对1948年为180点的道.琼斯工业平均指数进行了分析，发现很容易得出这样的结论：相对于固有价值来说，这个指数不是很高。到了1953年，市场的平均水平上涨到了275点，5年内的涨幅超过了50%。我提出了同样的问题，即：就我们的观点来看，高达275点的道.琼斯指数对理智的投资来说是否太高了？我不得不说我绝不敢确定1953年的市场水平极具吸引力，根据接下来股市惊人的涨幅，这好像有点奇怪。我确实认为，从价值指标的观点，我们主要的投资指南来看，1953年的股份是合理的。但是，注意一下这些事实：自1953年以来，平均指数上涨持续的时间比以往绝大多数牛市都要长，并且其绝对指数异乎寻常的高。根据这些因素，我建议采取谨慎或折中的策略。事实证明，这一建议

不是太好。一个好的预言家应该预计到在接下来的5年股市水平还会上涨100%。但我应该自卫地指出，如果有，那也只是极少的专门从事股市预测工作的人———由于我不是———比我的预测更好。

在1959年初，道.琼斯工业平均指数最高达到了584点。我根据长期观察得出的结论是（1959年版第59页）：“总的来说，我不是不认为目前的价格水平很危险，因为价格太高了所以是很危险的。即使不是这种情况，市场的这一发展势头不可避免地会使价格上升到一个危险的高度。坦率地说，我不认为在将来的股市中不会有重大的损失，或是每个新手都能从股市中获取巨额利润。”

结果证明，我在1959年提出的这一警告比1954年相应的态度要正确，尽管远非完全正确。1961年，道.琼斯工业平均指数上涨到685点；接着该年晚些时候跌到584点以下（566点），1961年底以涨到735点；而1962年5月跌到了536点，短短6个月跌幅达27%。同时绝大多数成长股的价格也急剧下跌，如著名的企业巨人IBM，从1961年12月的607美元降到了1962年6月的300美元。

这一时期，一些小企业的新股，即所谓的热门股彻底崩溃。这些股票上市时价格高得令人难以置信，接着在投机热潮的炒作下猛涨，而最后在短

短几个月内，许多股票跌幅竟高达90%。

1962年前半年的股市大崩溃，对那些根据自己的知识进行投机的投机者和许多自称为“投资者”的人来说，如果不是灾难性的，也足以让他们惊慌失措。但该年股市接下来的发展趋势同样让金融界感到意外，其平均指数重又呈上升趋势，产生了如下结果：

时间　道.琼斯工业　标准.普尔500种股票综合指数

平均指数

1961年12月 735 72.64

1962年6月 536 52.32

1964年9月 892 86.28

普通股价格的恢复和新的上涨的确是很令人惊奇的，华尔街的情绪也逐渐高涨起来。1962年6月市场处于较低水平时，预测又明显引起下跌趋势。该年末股市有所恢复后，人们迷惑了，倾向于持怀疑态度。但在1964年初，经纪行的合乎自然规律的乐观重新显现，几乎所有的预测都认为将呈牛市，后来事实证明确实如此。

对于市场可能的行为，我们将持什么观点并确信这对读者会有所帮助呢？让我虚心地根据它的困难和我的经验来完成这个任务。我认为在这里，

就像在其他地方一样，区别是：（1）事实；（2）足够的可能性，从而确保可依此作出决策；（3）一定会在脑中出现，但不可能引导我们的可能性。

1964年股市与前些年股市的比较

就前面的材料，我们可以根据以前的市场水平对1964年后期的股市作一个简短的分析。让我们首先记下这本书的前几个版本的每一个前一年的某些比较的数据。为方便起见，我仅用道.琼斯工业30种股票的平均指数，但其结果与包括工业、铁路和公用事业的详尽得多的标准.普尔500种股票指数相近。

华尔街的许多权威拒绝把股市作为一个整体来分析，理由是平均数或指数包括了许多不同的和相反的个体情况从而使综合结果失去意义。他们认为，人们不买平均指数，而只买相当少的个股。但我一般不这么认为。平均指数的走势和把所有投资者当作一个共同基金来看的投资成就惊人地相近。当这些指数发生大的升降后，个股的大多数也会发生类似的波动，虽然幅度不可能统一。更重要的是，至少在过去，投资者根据其综合收入和股息、债券的利息率等，并通过观察这些平均指数的走势，得到了许多有价值的信息，从而采取谨慎的行动。

表9给出了15年间极好的全面综合描述。在1948年至1963年间，道.琼斯工业股当年收入上涨了约80%，前10年的平均收涨幅超过200%，当年股息收入涨幅超过100%；但股票价格则上涨了320%，其涨幅大在超过了收入和股息。

表9 道.琼斯工业股: 1948、1953、1958和1963

(收入和价值以美元为单位)

类别	1948年	1953年	1958年	1963年
道.琼斯工业股收盘价（点）	177	281	584	763
前10年的平均收入	10.97	19.11	29.42	33.73
当年收入	23.07	27.23	28.67	41.11
当年股息收入	11.00	16.11	19.58	24.70（注a）
净资产价值（大约）	170.00	225.00	300.00	415.00

a. 以一半平均价格，包含了股票红利

下面，再看一下当年的市场价格对收益的比率，即熟悉的“P/E比”，我将对过去高低各异的进行比较。很明显，1964年末，P/E比接近前些年牛市最高潮时的值，并且大大高出接下来价格大幅

下降时的值（见表10）。自然地，这是与保守型的人相关的事情。如果与过去的相似是有价值的话，那在应形成一个重要的警告信号。反过来，我们在理论上可以忽略这一信号，不需证明，过去的P/E比和现在的投资决策没有关联。

在这个方面有一点需要强调：那时折旧和分期偿付占净收益的比例比以前要大得多，这一部分是因为当时税法允许更自由的收入扣除。我仔细研究发现，这时的折旧费用比1954年以前还要高，但是对收入的影响并不像所说的那么大，因为工业投资大大扩张了。

表10　高水平年和1964年的数据（价格和收益以美元为单位）

类别	1929年高	1937年高	1946年高	1964年高
道.琼斯工业平均指数	381.00	194.00	213.00	892.00
前10年的收益	11.21	8.60	9.88	35.48
平均价格/平均收益	33.90	22.60	21.60	25.10
前1年的收益	15.36	10.07	10.56	45.58
价格/去年收益	24.80	19.30	20.20	19.60
红利	3.15%	3.63%	3.13%	2.92%

高等级债券的收益　4.69%　3.42%　2.46%　4.42%

（注b）

a. 使用前12个月的红利。　b. 除1964年所有年份的摩迪Aaa债券的年平均值。

c. 到11月30日：收益包含了从1964年9月以来的数据。

股票收益与债券收益

以前，通过比较股息收和高等级债券的回报，我们可以得到普通股价格是否合理的信号。这一关系是和前面讨论的价格/收益比紧紧联系在一起的。因为，当那个比值很高时，就像在前面的牛市和当前所反映的，这个市场价格会产生很低的股息回报率。普通认为普通股的正常收入比债券高1/3到1/2。在1941年至1950年———正好在牛市前———股息的平均回报率实际上比最好的债券高出2倍，但这也有一部分是人为的因素使债券收入处于低水平。但是，在周期性的牛市中，股息收入将会降低直至接近或低于债券收益。

历时多年，这一现象为股份危险的高水平的出现提供了一个极其可靠的线索。确实，它不能用来预测几周或几月内牛市的结束，从而被投资者和股票交易商所注意（这一危险信息第一次出现后，

他们会说市场水平在短时间内大幅上涨）。但那些出售迅速的防御性普通股投资者，在这一信号首次出现时可获得满意的利润，而把余下的牛市留给投机者。

在20年代的大牛市中，如1927年，或在股市开始暴躁的前两年，股票收入有时低于债券收入。那些当时跳出股市或仍在市外观望的投资者，发现后来股市价格上涨了100%，毫无疑问，他们会觉得自己的判断严重失误。但是接下来的价格崩溃——道.琼斯工业平均指数从391点降到41点——说明他们比自己想像的要理智。

但现在股票收益与债券收益相比较方法的有用性比在20年代更值得怀疑。1949年股市开始上涨时，标准.普尔综合指数显示股息收入率为7.18%，而所谓的Aaa公司债券的回报率只有2.66%。1957年股息收入率为3.65%，低于债券回报率。7年后，这一状况继续，且债券回报率要比股息率高出1.3%（或130点），而不是像人们根据过去经验预测的那样关系发生了逆转（即使是在1962年股市崩溃时，股息收入平均值仍低于债券）。一个信号，如果要用7年甚至更长时间才能证明其准确性，那么这一信号就不能作为实际投资的指南。

市场基本状况评估

在写作该书的第一版时，若想根据一些历史数据，在有效的范围内确定股市“适当的水平”好像并不困难。最简单的方法就是追踪自1897年道.琼斯工业平均指数出现以来的走势，并用其中心点来预测股市前景。如果人们认为这一中心点可显示正常的价值，那在1948年道.琼斯工业平均指数位于175点时，仅比它的适当水平稍低。

这一方法主要是根据过去的经验进行预测。在逻辑上也有其依据，中心价值每年2.9%的涨幅可能和投资额的稳定增长有关，因为企业每年都要把1/3利润用于再投资。在1926年至1933年间，中心价值相对于它的上限和下限发生了极大的偏差。有些金融方面的人士认为，这只是那些相似于南海泡沫和郁金香狂热的重大畸变中的一个，其发生在几个世纪之前且必须被排除在经济历史的主体之外。

还有一些更精确地确定道.琼斯工业平均指数适当水平的方法，它们是基于价格和收入，或股息，或资产价值，或国民生产总值之间的历史关系。1955年初，几乎用所有的方法获得数据都集中在400点的正常价值水平，正好和道氏实际的市场水平一致。接着，当第二年该指数上涨到500点

时，所有的估价好像都大大偏高，值得引起警惕，如果不是采用极端的售出策略的话。

但在1955年，传统的估价方法好像最后一次发生了偏离。尽管自那以后股市发生了三次下跌——1962年的一次接近恐慌——但市场在9年内再也没有回到用这一传统的、时间试验度量方法决定的“适当”水平。让我们看一下根据传统的方法，在1964年初“正确的市场水平”应该是多少。在表11-1,我从这些方法中选出了4种，给出了由其得到的1955年初和1964年初的数据。

表11-1　用1955年的方法，道.琼斯工业平均指数在

1955年1月和1964年1月的近似值

方法名 公式 1955年1月 1964年1月

的近似值 的近似值

吉斯腾 10年平均价格

———————— × 现在的红利 316 630

10年平均红利

威斯顿 GNP的96.75% 28.2 378 600

标准乘数 13.5×去年的收入 377 560

格雷厄姆 10年的平均收入

中心值 ———————————— 376 391

2×Aaa债息率

实际市场的价格 404 763

这些数据仅仅具体证明了这样的一个事先已知的简单结论，即市场水平比用以前标准获得的结果高出许多。只有那些极其顽固的人才会认为这些老方法仍然有用，而市场十多年来的实际行为只表示了过分投机。确实，这些老的估值标准从逻辑上可证明是正确的，但其权威性仅在于用它们取得的结果是否与长期的经验相一致。没有后者的支持，理论推断将失去其大部分力量，因为如果需要，就可以根据股票价格长期的行为对其进行变换从而得到多种不同的评价结果。

表11-2 用现在的方法和态度得到1964年的道.琼斯工业平均指数

估值者 公式或方法 数字 1964年1月的值

尼斯和汤姆斯 未来的平常价值（注a）933（1969）730（注b）

价值线 价格潜力1967~1969（注a）820（1967~1969）670（注b）

威斯顿 1964估计收入 46

———————— ———————— 695

2×Aaa利率-2 2×4.31%-2

格雷厄姆、多德 10年平均收益 33.74

和考特尔 ————————

4/3×Aaa利率 4/3×4.31%

a. 详见表12。 b. 1969年和1967~1969年的值以每年4.5%折扣提供1964年1月的值。这表示需要7.5%的总回报，期望从红利获得的少于3%。

“新时代”的新标准

不可避免的事情当然发生了，几乎所有严肃的普通股技艺的实践者都采用了比1957年以前更加流行的新的技术和标准。这一有大量依据的方法包括估计未来几年的收入（和/或股息），以及用一些数学方法研究“当前价值”或作一些预测，而其他更简单的计算仅取今年或下一年的实际或“标准化”收益，并且用它们乘以适合于正被谈论的公司的数据。

得到权威人士的允许，表11-2给出了一些他们对1964年道.琼斯工业股票的估价数据。在每个情况下，1964年的数据都比用老的准则得到的相应数据高出许多，但仍比当年的实际数据低一些。我们用修改过的中心价值方法得到的结果显示：用老方法得到的结果至少有50%的偏差。

表12 1963年道.琼斯工业股票的规划值，1959年初计算

估值者 所使用的收益 乘子 所得到的值
（美元）（点）
价值线调查 52.50 12.80 665
尼斯和汤姆斯 46.00 13.75 635
威斯顿 45.00 15.40 693
莫罗多夫斯卡
短期趋势——3% 37.10 16.80 625
长期趋势——4% 29.25 22.00 645
结果
1963年道.琼斯工业股票的真实收益 41.11美元
市场价格的真实范围 647~767点
在最高价的收益乘子 18.60
在最低价的收益乘子 15.80
在平均价格的收益乘子 17.20

根据记录，我增加了投射于1963年的道.琼斯工业平均指数，正像在1959年初它们所提供给我们的那样，并且发表在本书的前一版中。在那时平均指数大约是600点，1963年的预测结果在625~693点之间，而该年实际的道氏指数在647~767点之间。这此预测，由于其远离惯例，被证实是相当好的，是更加可信的。

从股市周期看1964年的价格水平

必须重申，投资者要确定的一个大问题是，以前普遍接受的“股市周期”的概念是否仍然正确。在过去反复出现的市场波动中，牛市时，股票在较长时间内大幅上涨；熊市时，股票在短时间内大幅下跌。现在普遍认为股市这一隐含的模式已经改变，老式的熊市现在已经过去，且已经被较短时间内的不同强度的“修正”所取代，就像1962年至1964年间股市的大幅下跌和全面恢复一样。不同的股票群在连续的几个时期内会产生较高的价格，接着便下跌，在这个意义上，人们认为市场有“自我修正”能力。许多权威人士认为，按这一说法，过高估值的真正危险可以避免，而许多股票经常是以合理的价格出售的。

这些说法很有说服力，而且是以多年的历史资料为依据，但有几十年金融经验和天性保守的人可能会对这一点持将信将疑的态度。我认为自己就是这少数人之一。让我们根据以前与牛市的脆弱阶段相联系的一些特点，看一下1964年初的股市（表10对1964年9月892点的高水平的许多方面进行了比较）。“过度成熟牛市模式”具有以下条件：

1. 领头股的高价格，和过去市场水平相关；
2. 同样，和过去的平均收入相联系；

3.　　当前股息回报率低于或不高于高质量债券；

4.　　经纪人贷款剧增，表明投资活动广泛存在；

5. 劣质股价格大涨

6.　许多新股上市，其中大多具有高度投机性且价格过高。

前三个条件近10年来一直存在，预示相当高的价格和较低的红利回报。事实上，1964年这三个条件的存在应引起警惕，但并非股市接近尾声的信号。尽管经纪人的贷款大幅上涨，但其总额相对股票总价值来说仍比较小，与1929年股市崩溃前的疯狂性投机借贷没有相似之处。从高质股和低质股的价格走势来看，1964年末的市场形式也不具有牛市接近尾声的特征。自1962年的狂跌以来，这一投机性的回升主要集中在领头股和主要股，二类股较迟缓。

第六个条件是针对新上高的股票，并且自从本书前一版发行以来，它起着特别有趣的作用。那时，我曾这样写道："在1959年初，实际上经纪人的贷款并没有大幅扩张，没有大量的新股上市，也没有对低价股和低质股的集中投机。"在那些方面，市场还没有显示技术弱市。接着，我们看到许

多质量极低的新股涌入股市，并被抓住作为投机宠物并且至少作为半操纵的主体。这一恶作剧最后彻底崩溃，带着这种方式的普通市场结构部分，在1962年完全消失。尽管标准股全面恢复，但对这类新股的疯狂没有在1964年9月重演（相反，我们看到许多人转向一些技术方法，如控制数据和综合指数）。

因此，即使是根据旧的股市模式，1964年的图形也不是清晰的。在下一个“结算日”到来之前，投机活动一定会再次蔓延。

小结

1961年末，道.琼斯工业平均指数达到了以前的736点的高度。这对于这时股市情况总的观点如下：

老的价值标准已不再适用，但新的可靠的标准还没出现（在这方面，今天的投资可能有点像现在的绘画）。股市可能会回到老的中心价值的度量方法，或最终建立一个新的和更自由的基础，以评估股票。如果前种情况发生，许多长期以来不停增加股票投资的投资者一定会大失所望。但如在适当的基础上形成新的更高的价值水平，我设想将会有一些误差与一定时期内一些不定规模的周期波动相伴随，一个检验过程。我不知道在接下来的15年内

债券的收入能否比股票好，但我的确知道大学退休基金的持有人坚持认为债券收益至少和股票收益一样多是相当聪明的。

市场后来的走势和该观点是一致的。1962年5月市场的几乎崩溃和紧接着上涨到一个新高度，好像形成了“不可预见高度的市场波动”，并且预示着“新的股市”的明显特点形成以前其他情况正处于酝酿之中。

1961年12月根据新股市的一般特征得出的这一观点对1964年末的情况同样适用。老的标准已不再可行，新的标准尚未被时间检验。关于未来股票价格的走势，投资者不能指望得到一个可靠的观点（除了J.P.摩根“它们会波动”的著名观点）。因此他必须把自己的投资策略建立在大量不确定性因素的基础上。一方面，包含了股票价格延长的和持续的上涨，如50%的涨幅，道.琼斯工业平均指数可能涨到1350点；另一方面，同样规模的大崩溃，使平均指数降到比如说450点的水平附近。

1961年至1962年间，道.琼斯工业平均指数实际上从735点跌到了535点，后来于1964年9月上涨到892点的新高度。这些涨跌情况在很大程度上反映了当前股市的固有特征，将来的波动范围可能会更大。如果股市从当前的892点继续迅速上

涨，并且所有的投机因素再次出现，那么一定会再现全面的价格崩溃和可能持续更长的熊市。

我的最后一个结论是自相矛盾的。我认为，预测市场最不可能的走向可使投资者的工作变得相对简单而不是更加困难。他可以不必再去费力决定以下问题：他应什么时候跳出普通股，因为市场涨到了明显的高水平；市场大幅下跌后，他是否适合重新购入。如果投资者愿意，他可以采取这样一个适用于任何情况的策略，即投资于股票和债券的资金各为一半。

当然，除了这一非常简化了的方法外，对他来说还有其他的可能性。我们将有机会来讨论其中的一些，它们提供了有趣的和可获利的承诺。但我认为，不管选择的方法多么复杂和微妙，投资的策略应注重不确定性，而非确定性。因此，在这一转变和多变的时代，投资者的投资目标一定要准备应付各种情况。他决不能断了自己的后路，也不能把一切冒险都基于对股市未来进程的乐观或悲观态度上。

定量分析技术

在华尔街或华尔街之外，人们很少去认真计算市场平均指数的“价值”或“合适的售价”。他们的乐观或悲观，即他们决定买入卖出的意愿，主

要基于对短期或长期特征更一般的考虑。主要问题经常是对企业几个月内发展趋势的估计。但股市发生在的变化时，仅基于短期预测的解释就不适用了，于是重点应转向长期预测。

不可否认，1964年人们感到普通股投资比在15年前更有吸引力。这个新的乐观和热情是基于什么呢？我认为以下四点在很大程度上增强了人们对普通股收益、价值、价格的持续信心：

1. 因为人口的增长、技术的发展、超级推销术的出现及类似原因，国家的经济必然会动态地扩张。

2. 我们不应担心以往的经济大萧条会再次出现，因为：自1946年起政府作出了防止大规模失业的承诺；企业领导人日益提高的技巧和信心产；所谓内在的稳定措施，如失业保险。

3. 经济有持续膨胀的倾向，归结起来为：不平衡的联邦财政赤字；获取工资的劳动力的增加，最近几年可能超过产量的增长。物价的稳定上涨一定会提高美元的获利能力和工业普通股票的美元价值。

4. 养老基金和金融机构对普通股的持续购买既增加了对绩优股的潜在需求，也增加了其价格的稳定性。

我倾向于增添一些乐观的观点，尽管可能会令许多人反感，如：经济和股票价格的大幅上涨是和冷战共存的。因为全球紧张的形势可能会无限期地持续，因此商业的繁荣和牛市有可能随之继续存在。换一种更加合适的说法，我们和苏联关于世界领导权的竞争，会确保将来商业活动保持在较高的水平。

这几点都有一定的正确性。但是关键问题是其中几点或所有这几点降低了股市形成过高价位的可能性。根据定义，过高价位是指将会随着股市的大幅下跌、给股市参与者带来损失和失望的价位。让我们分别来讨论一下以上几点以及它们的综合影响：

1. 扩张的观点

我们都确信，除非发生破坏性战争，这个国家会继续扩张。几乎所有人同样相信代表性股票的平均价格和价值将会呈潜在的长期上升的趋势。除了30年代一段时间内的悲观情绪外，在我们的历史进程中美国人一直是这样确信的。这种确信是有根据的正确的，但这并没有阻止股市交替地大涨大落。也可以说正是这种确信引起了过去股市的剧烈波动，因为它煽动了投机情绪。合理的推断可能比不正当的推断更危险，因为它引诱更多的人采取无

根据的行动。

2. 防止经济萧条的保证

如果政府能够成功履行有关防止高失业率的承诺，那么我们的经济气候就会发生重大转变，普通股的潜在吸引力就会明显提高。当股市的收入能力发生比想像更大的波动时，可能这一变化会表现为比想像更低的股息收入和更高的收入乘数。而且，无论你认为的支付价格如何，这个新因素可以自身调整股票购买，或它将保护典型的个股，防止其收益的任何巨大的临时下落。追溯到1958年，基于道.琼斯工业平均指数的季度收比前一年下跌了38%。

3. 通货膨胀的因素

1949年后，在股市的大多数上涨中，投资者和投机者主要担心（可能希望）美元的购买能力会降低。毫无疑问，过去通货膨胀对公司利润的增长和股票价值的上涨都产生了重大的影响。1953年价格的上涨其实是非常缓慢的，尤其是和股票的价格相比，但这并不是说不用再考虑通货膨胀的因素。

关于通货膨胀，有两点每个投资者都应该清楚地理解：第一，在大部分时间，通货膨胀都是一个重要因素，但它的发生是突然的短时间的，并且

不时被严厉的通货紧缩所打断。，股市本身对通货膨胀的反应也是不同的，有时深受其影响，有时和其发展相悖（1946年至1949年道.琼斯工业平均指数从212点降到162点，而物价指数却上涨了33%）。对价格水平的概括如下表。

表13 1900~1963年价格水平的变化（1957~1959=100）

时间	消费品价格指数（生活费用）	总销售价格（美元）
1900年	28.0	
1929年	60.0	57.0
1953年	93.2	92.7
1963年	106.7	100.3
增长： 1929年对1900年	117%	
1963年对1929年	77%	

评论：生活费用从1900年至1929年的涨幅大大高于从1929年至1963年的涨幅。但是1929年后，在一代人或更长时间内商品价格出现了最坏的紧缩。尽管二战时明显地发生了通货膨胀，但在1950年以前，人们很少或并没有注意这一因素，在那个时期，大多数的通货膨胀实际已经发生。在过去5年内，物价水平并没有发生净增长，在过去10年内，其平均值每年小于1%。

从金融历史中我们必然得到这样的结论：并不是通货膨胀本身使它成为股市的强有力的影响因素，而是受其影响的投资者的心理倾向使其成为牛市发生的内在因素。正是对通货膨胀的恐惧或希望，刺激股市大盘在1937年3月涨到时顶点，联邦月财政赤字的突然中断才导致突然的通货紧缩和股市崩溃。

人们习惯通货膨胀是由不平衡的联邦财政赤字造成的。但是二战后许多年以来，联邦负债的净增长非常小，而各种各样的私营部门负债日益剧增。如果能证明私营部门助长了通货膨胀的势头这一说法是正确的，那么同样能证明私营部门是使通货膨胀转化为通货紧缩的影响因素的说法是正确的。

在1958年和1961年的经济衰退期，价格水平并没有呈现真正的弱势，这和以往的经验不符。但这却使工会要求增长工资的运动取得了成功，它不仅阻止了工资下调，反而使工资的上涨超过了每年产量的增长。许多投资者认为工会的政策确保了价格的稳定增长，转而又确保了公司利润和股份的上涨。可能是这样。但是，如果华尔街也认为乐观情绪和牛市的出现在很大程度上取决于工人“不合理”要求的成功，这难道不奇怪吗？

4. 需求因素

养老基金和其他信托基金对普通股的购买是最近发展起来的。毫无疑问，这推动了股份的上涨，就像它已经改进了主要普通股的潜在技术力度一样。1949年以来，通过向公众出售新的或附加的普通股所出现的一小部分资金，其效果被加强了。无疑，这一因素与其他因素一样，为其不出现时普通股总体有更高的平均价格和价值提供了依据。完全不可能把这一陈述转变成增加价值的特殊度量。但可以确定的是：无论会有多少新的购买者，无论他们的根据是多么诱人，这一因素的出现也不能说明任何一个可预测的或实际达到天文数字的市场水平是正当的。

5. 冷战

作者毫不怀疑冷战对商业水平的维持起了积极的作用，并且这一情况很可能会持续下去。尽管这一观点非正统且不受欢迎，但当真正的和平和裁军似乎有点可能时，股市不稳定的反应支持了这一观点。在1964年1月的《商业和金融纪事》杂志上，一位著名的权威人士给出每年导致牛市和熊市的一系列因素。促进牛市的因素包括："巴拿马危机及其影响，亚洲重要的麻烦地区，冷战的升温。"

与以上观点相对，促进熊市的因素为：“国防开支的削

注1. 尽管从1960年至1962年5月，上市了前所未有数量的普通股，但几乎所有的股票规模都很小，并且它们的总值也不重要。对普通股的很大部分机构需求可由控股权者、富有的投资者（部分转向免税债券）和集团销售的大宗股票所满足。

减，并且预期到1970年消减400亿美元。”如果不间断的世界紧张和周期性的国际危机可以作为投资者信心和每个更高的股票价格的基础，那就说明我们生活在和以前不同的金融世界。

我发现1964年的股价受到了多种因素的作用，其中一些是真正重要的新的因素，其中一些是以前的牛市以之为基础的老的因素，还有大量自相矛盾的因素。认为一切都没有真正改变是荒谬的。毫无疑问，股票的潜在价值自1949年以来已大大提高了，即使是用老的估价标准也已经翻了不上3倍。但是，这个变化足以保证新的和宽松得多的价值标准和尺度吗？如果回答“是”，投资者的问题就远未解决；事实上，他可能发现他陷入了困境。直率地讲，如果1964年的水平还不是太高，那么我们能说哪一种价格太高呢？上面引用的一般观点，即使正确的话，也有太多的危险性。投资者会

不会对1200点的道.琼斯水平与目前的890多点用同样的逻辑呢？这样的结果显然是不能接受的，并且它显示了基于没有定量检查的一般化操作的内在危险。

接受流行的“新时代”哲学的投资者，如果以其1964年购买重要股票所支付的价格作为依据，那么只要股市继续上涨，他就会继续接受这一哲学。因而，当他带着毫无根据的过度自信进行投资（或继续投资），那么，引起他非常后悔的价格将会来临。作为回顾，这一时期和20年代之间的相似性变得很明显了（1962年后，态度和内心的大部分变化已相当明显，但被证明是非常暂时的）。随着牛市的全面恢复，这两个时代之间多样的和重要的差别给我们留下了更深的印象，但保守型的投资者最好记住，华尔街最可信的描述总是包含在一句古老的法国谚语中：“万变不离其宗。”

走什么路

投资者不应该由于在这本书中读到这一点，就得出1964年的市场水平仅是危险的结论。投资者应该拿我的结论和华尔街许多有经验人士的不同结论进行对比，最后，每一个人必须作出自己的决策并接受由此引起的责任。然而，我认为，如果投资者不能确定如何做，他应该采取谨慎的策略。在

1964年的情况下，正像这里所阐述的，投资的原理应遵循以下准则（以其重要性为序）：

1. 不要借贷资金用来购买或持有证券

2. 不要增加投入普通股的资金比例。

3．减少普通股股份的持有，当需要时，将其降低到占总投资组合的最多50%。尽可能地缴纳资本所得税，资金收益应投资于一等债券或作为储蓄金。

在一段时间内真正遵循美元平均成本计划的投资者，既可符合逻辑地继续他们的阶段性购买，也可中止购买，直到他认为市场已不再危险。我决不支持在1964年末的水平上开始或重新制定一个美元平均成本计划的做法，因为在新的投资计划执行后如价格很快上涨一个危险的高度，那么投资者就不会有耐心来坚持这一计划。

>>>>4. 投资者和投资顾问

选择合适的非专业顾问和自己独立选择合适的证券一样困难。

投资者应该对所有人都持谨慎态度，无论是客户经纪人还是证券销售商，尽管他们对投机收入和利润作出了允诺。这对证券的选择和在市场中以闪烁其词的方法来指导交易都是适用的。

在商业运营中，证券的资金投入特性在一定程度上几乎总是基于从其他人那儿得到的建议。许多投资者都是业余的，他们自然认为在选择证券时如能得到专业的指导就能获得利润。而投资忠告的概念有其固有的特性。

如果人们投资的理由是为了赚钱，那么他向其他人咨询则是希望别人告诉他怎样赚钱的。这一想法也许有点天真。商人就各种商业问题进行专业咨询，但他们并不望期望别人告诉他们如何获取利润，那是他们自己的职权范围。当他们，或非商业人员，依靠别人为他们赚钱投资利润时，他们期望得到的结果和普通商业行为是不同的。

如果我们认为通过证券投资可获得正常的或是标准的收入，那就应该形成投资顾问的概念。投资顾问将用他受到的良好训练和丰富经验，来保护

他的顾客不犯错误或确保其投资获得应有的回报。但当投资者要求比平均水平高的回报时，或其顾问保证为其做得更好时，就会出现这样一个问题：要求的或许诺的是否比可能获得的要多？

投资建议的可从以下几种途径获得：（1）具有丰富证券知识的亲戚或朋友；（2）当地（商业）银行家；（3）经纪公司或投资银行事务行；（4）财务服务杂志；（5）某个投资顾问。从以上所列内容的多样性我们可以看出，在投资者的思想中，关于投资咨询尚未形成具体的系统的方法。

一般意义上的考虑关系到上面所提到的正常或标准的投资收入。我的基本论点如下：如果投资者主要是根据别人的建议来进行投资，那要么他必须将自己和投资顾问的行动严格限制在标准的、保守的甚至是不可想像的投资形式上，要么他和其投资顾问有极其亲密的关系或通过其他渠道对其有相当的了解；但如果投资者一投资顾问仅仅为一般商业或专业关系，那他得到的建议只能在一定程度上增加他的知识和经验，从而使他有能力形成自己独立的见解，以便从防御型的投资者变成进攻型的投资者。

投资忠告

真正的专业投资顾问，即那些已建立自己的

投资咨询行且每年收取大额服务费的人，他们的承诺和收费是最合理的。他们主要把客户的资金投在那些标准的支持利息或股息的证券上，对于投资结果他们主要是根据一般的投资经验来判断。在特殊情况下，他们是否用多于10％的总资金投入债券而不是领头股和政府证券（包括州和市政债券）值得怀疑，但他们不会努力从股市的波动中谋取利润。

主要的投资咨询公司不会声称辉煌，而只以谨慎、保守和能力为荣。它们的主要目标是在多年内保持本金的价值，并产生保守的可接受的一定比例的利润。它们确实想比这一目标做得更好，但却认为更高的成就存在于要求提供的额外的服务中。可能对顾客来说，这类公司的价值在于使他们避免犯致命的错误。

金融服务

金融服务机构是指那些给预订者分发统一的简报（有时是以电报的形式）的组织。简报内容包括：商业的现状和前景，证券市场的行为和走势，有关个股的信息和建议。经常有一个咨询部门回答影响个人预订者的问题，服务费平均比投资顾问收取的少得多。某些组织，如著名的鲍勃生和标准.普尔公司，在不同的水平上作为金融服务机构和投资咨询机构而运作（顺便说一句，其他组织，如斯库

德、史蒂文斯和克拉克公司，分别以投资咨询、投资基金或信托的形式运作）。

总的来说，金融服务机构的服务目标和投资咨询机构是不同的。后者的顾客，一般是希望投资咨询机构替自己作决定的人，而金融服务机构的服务对象，主要是那些管理自己的金融业务或给别人提供咨询服务的人。大多数这类机构一般不用或很少用各种技术方法进行市场预测，它们的工作和本书所指的“投资者”是不相关的。

另一方面，一些著名的机构，例如摩迪投资服务公司和标准.普尔公司，则等同于统计机构，它们编辑大量的统计数据，从而形成所有系列证券分析的基础。这类服务有各种不同的客户，从最保守的投资者到最高级别的投机者。这些客户最终一定会发现，根据机构的观点和建议很难形成明确的或是重要的判断。

过去建立的摩迪投资服务公司或其他服务机构明显地给广大投资者提供了有价值的资料，提出了活跃的投资者和投机者感兴趣的东西，其观点或是基于一些权威的度量方法或至少比那些没人帮助的客户的观点更可靠。

多年以来，这类服务机构在没有人认真从事预测工作的情况下作股市预测，预测结果有时对有

时错，因而其尽可能采取折中的态度以避免被证明彻底错误（存在一种很好研究的德尔菲方法，它可以成功地调节从现在到将来发生的任何事情）。就我的观点来看————也许有点偏激————它们的这一工作根本就没有真正的意义，只不过满足了人们的一些心理需要。几乎每个热衷于股票投资的人都想听听别人对股市的分析。这一要求客观存在，必须被满足。

当然，这类机构有关商业状况的解释和预测是比较权威的、有价值的，有关结果对证券的买主和卖主都很有用，而且在各种情况下都有助于使股票和证券形成相当合理的价格。毫无疑问，服务机构提供的资料增加了顾客可获得的信息，并有助于他们作出投资决策。

很难评价这类机构有关个别证券的建议。每个机构都有权独立进行判断，而该判断很可能只是基于多年来苦心进行的大范围的研究。根据经验，我认为它们的涉及的范围太大了，从而降低了其建议的价值。它们普遍认为，只要公司近期的前景不错，就应该买其股票，反之就出售其股票，而不管当时的价格如何。这一肤浅的原则经常使它们的建议不那么合理，而它们是有能力做得更好的。

理性投资者不应仅仅根据从金融服务机构那

里得到的建议进行买卖。如果这一观点形成，金融服务机构才能成为提供有价值的信息和建议的机构。

来自经纪行的劝告

对评证券持有人来说，可能信息和建议大都来自股票经纪人。他们是纽约交易所和其他交易所的成员，执行一般委托人的买卖定单。几乎所有的这类交易所都有一个统计或分析部门回答公众的问题，给他们提出建议。交易所还免费为顾客或委托提供大量的统计资料，其中有些是比较详尽和有价值的。

主要的麻烦在于一个看似无知的问题，即“顾客”还是“客户”是更合适的名称。商业有顾客，一专业人员或组织有客户。华尔街的经纪界可能有任何一种商业的最高标准，但是它仍然在向真正的职业标准和地位摸索。

过去，华尔街的兴盛主要建立在投机的基础上，但股市投机者整体来说最后几乎注定是要赔钱的。因此对于经纪事务所来说，从纯职业的基础上进行操作，在逻辑上几乎是不可能的。这样做等于要它们努力去减少而非增加自己的业务。

某些经纪事务所已经最大程度地向那个方向或可能期望向那个方向，禁止诱导或鼓励任何人去

投机。这样的事务所的工作只限于执行给它们的定单，据此提供金融信息和分析，并对证券投资的优点提供自己的观点。因此，至少在理论上，它们对投机者的盈亏不负任何责任。

但大多数事务所认为，它们的业务是执行委托定单，其业务的成功在于提供给投资者想得到的东西。然而，大多数顾客想得到的是投机性的建议和暗示，因此一般事务所的考虑和行为日益接近市场交易。它们努力帮助顾客在某些领域赚钱，而这些领域用几乎是确定无疑的法则证明最终是要损失的。从长远的观点来看，操作中的投机成分最终不会给大多数顾客带来利润，但操作中类似真正投资部分所形成的利润可能会大大抵消投机的损失。

投资者从经纪事务所的两类雇员那儿获得建议和信息，即顾客经纪人（或账户执行者）和金融分析员。

顾客经纪人，也被称为“注册交易代理人”，从前承受过不光彩的名称：“顾客的人”。现在他们几乎都具有良好的品格和丰富的证券知识，严格按照正确的行为准则进行操作。尽管这样，因为他们的业务是得到委托，所以几乎不可避免地会有投机心理。因此，不想受投机性建议影响的证券购买者同顾客经纪人打交道时，一定要谨

慎，一定要通过语言和行为明确表明自己证证券市场任何类似“小费”的东西一点都不感兴趣。一旦顾客经纪人明确了购买者是一个真正的投资者后，会尊重他的观点并给予合作。

一位具有多年工作经验的金融分析员，完全能胜任证券分析工作。他对个别证券进行详尽的研究，仔细比较同一领域的各种证券，最后形成关于各种股票和债券的安全性和吸引力及其内在价值的专家观点。

要想成为一个金融分析员，没有严格的要求，这件事情对局外人来说似乎是奇怪的。与此相反，要想成为一个顾客经纪人，必须通过有关的考试和品格测试，并且须被纽约股票交易所正式接受和注册。实际上，大多数年轻的金融分析员都受过大量的在校专业训练；而来的则已获得长期的相当多的经验，多数情况下，可以依赖经纪行来证明他的工作质量和他作为分析员的能力。

经纪事务所的顾客可直接和金融分析员打交道，也可能过顾客经纪人。不管那种情况，分析员都能提供给顾客大量的信息和建议。这里我要强调：对于投资者，金融分析员的价值很大程序上取决于投资者自己的态度。如果投资者向分析员提出正确的问题，他就可能得到正确的、至少是有价值

的答案。我确信，受雇于经纪事务所的金融分析员被人们认为同样也是市场分析员，这对他们是不利的。当问他们某个普通股是否“适当”时，问题也就经常意味着“这个股票在下几个月会涨呢？”结果他们在作证券分析时，不得不同时盯着股价的波动，而这根本无助于合理的思考并得出有价值的结论。

注册金融分析员

本节将讨论一些有关证券分析的概念及其可能的成就。许多为经纪事务所工作的金融分析员对那些希望获得更多利润的真正投资者是有帮助的。对于顾客经纪人，应该在开始就让金融分析员充分了解投资者的态度和目标。一旦售票员确信他是在和一个真正的投资者而不是重视行情的人打交道，他的建议就极有可能被证明是有价值的。

1963年，给予金融分析员专业地位和责任的工作取得了重要进展。金融分析员称号（CFA)被授邓那些通过必要考试的资历较深的实践者。（注1）考试的范围包括证券分析和证券组合管理，使这一工作明显地和有意识地与原来建立的注册会计师专业制度相一致。这一新的考核和控制手段有助于提高金融分析员的标准并最终把他们的工作放在真正专业的基础上。

投资银行

“投资银行”是个术语，在这里是指那些主要从事新股和债券的承销、包销和出售的公司（包销意味着确保发行公司或其他发行人的证券全部卖出）。许多经纪事务所进行大量的包销活动，一般只是局限于参与主要投资银行组织的包销群体。当牛市活跃时，承销和为一些量比较小的新普通股融资，是经纪事务所的另一发展趋向。

投资银行可能是华尔街金融界最受尊敬的部门，因为正是通过它，金融为工业的扩张注入了新的资金。事实上，一个有活力的股市的维持（尽管存在大量的投机活动），很大程度上是因证券交易所促进了股票和债券的销售。如果投资者或投机者看不到市场提供给他们的新股，他们可能会拒绝购买。

投资银行和投资者之间的关系基本上是卖方和可能的买主之间的关系。在过去，大量以美元价值发行的新证券包含

注1　这个考试是由注册金融分析员机构组织的，该组织是金融分析员协会的一个分支机构，后者现在包括超过8000名成员的子协会

了债券，其主要买主是金融机构，如银行和保险公司等。在这种业务中，证券销售商是同那些

精明的和经验丰富的买主打交道。所以，证券商提供给顾客的建议，必须以怀疑的眼光经过仔细的审视，因为这些交易总是受商业地位的影响。

但个体证券买主和投资银行、包括从事证券包销的股票经纪人之间的关系，情况就不同了。这种买主一般经验不足，并且没那么精明。他很容易受卖方建议的影响，尤其是对普通股，因为他购买时内心里有一种短时间内获取大量利润的愿望。由于这些因素的影响，投资者的警戒主要在于对卖方道德上和职业规范上的顾忌，而非自己在这方面的才能；在顾问的忠诚和能力得到充分证实的情况下，这类投资者才会根据其他人的建议采取行动。

其他顾问

与当地的银行家商量投资问题是一个好的传统习惯，特别是在小的城市。虽然一个商业银行家可能在证券价值方面不完全在行，但他是有经验的且是谨慎的。他对没有技巧的投资者特别有帮助，这类投资者经常试图偏离直接的、不刺激的保守政策途径，因此需要受到谨慎建议的持续影响。在证券交易的选择中寻求咨询的更机敏和更激进的投资者，一般不会发现商业银行家的观点特别适合于自己的目标。

对向亲朋好友寻求投资建议这一普遍的习

俗，我通常采取更严肃的态度。询问者总是认为他有理由假设他所咨询的人有超凡的知识和经验。我自己的观察表明，选择合适的非专业顾问和自己独立选择合适的证券一样困难。这样得来的建议并非都是有用的。

小结

准备为自己的资金管理支付费用的投资者，可能会明智地选择某一有良好声誉和被大力推荐的投资咨询部门，另外，他们也可以使用一些大的信托公司的投资部门或纽约证券交易所提供的有偿管理服务。结果绝不会是最佳的，但与一般消息灵通的和谨慎的投资者预期的投资效果是相当的。

许多投资者在没有特别支付的情况下获得建议，因此，有理由认为，他们没有权力而且不应该期望比一般的投资结果更好。投资者应该对所有人都持谨慎态度，无论是客户经纪人还是证券销售商，尽管他们对投机收入和利润作出了允诺。这对证券的选择和在市场中以闪烁其词的方式指导交易都是适用的。

防御型投资者，正像我所定义的，一般不能对他们的顾问所推荐的证券作出独立判断，但量他们能明确地并且甚至反复地表明自己要买的证券种类。若他们遵循我的建议，他们会只买高等级债券

和主要公司的普通股，假设根据经验和分析，这些证券能以不很高的价格买到。任何声誉好的股票交易所的证券分析员都可以列出一些这类普通股，并且向投资者担保，根据过去的经验判断，目前的价格水平是否相当的保守。

进攻型投资者，通常会和他们的顾问保持密切的关系，会要求顾问详细解释提出的建议，并且坚持对建议作出独立的判断。这意味着投资者会使他的预期和证券操作的特点符合他在该领域的知识和经验，而只有在投资顾问的正直和能力得到完全证明这一例外情况下，投资者才会不加理解地按照建议行事。

>>>>5. 通用组合策略：防御型投资者

奇迹能够通过正确的个人选择而出现，即在一个正确的水平上买入，在大幅上涨之后和在不可避免地下跌之前卖出。但普通投资者不可能期望实现这点，就像他不能在树上找到钱一样。要购买的证券类型和想得到的回报率不是取决于投资者的金融实力，而是与知识、经验、气质相联系的金融技能。

一个投资方案的基本特点在很大程度上由个体所有者的地位和性能所决定。一方面，我们有储蓄银行、人寿保险公司以及所谓合法的信托基金。直到现在，许多州在法律上仍将投资限于高等级的债券或高等级的优先股。另一方面，我们有富有的和有经验的商人，如果他们认为购买是有吸引力，那么在他们的证券目录中将会包含任何一种债券和股票。

那些不能承受风险的人，应该对他们的投资取得较低的回报感到满意。这是一个古老而正确的原理。从这点出发已经形成了一个概念：投资者所预期的回报率或多或少与他准备承担的风险成正比。我的观点是不同的。更确切地说，投资者所追

求的回报率依赖于投资者愿意和能够完成任务的明智的努力程度。被动的投资者只能得到小的回报，因为他既想安全又不想过多地烦心；而机警的和进取的投资者则能得到最大的回报，因为他运用了最大的智力和技巧。在许多情况下，购买一种有可能获得较大收益的廉价证券的风险，比购买收益大约4.5％的常规债券的风险要小得多。

债券：股票分配中的基本问题

前面已经概述了防御型投资者的投资组合策略。投资者应该将他的资金在高等级的债券和高等级的普通股之间进行分配。

我建议将其作为一个基本指导原则：投资者不应将少于25％或多于75％的资金投资于普通股，而应相反将75％～25％的资金投资于债券。这说明在两个主要的投资媒价之间，标准的划分应该是相等的，或50％对50％。根据传统，增加普通股持有比例的正确理由，是在持久的熊市中出现“廉价”水平；相反，当投资者判断市场水平高得危险时，正确的做法应该是将普通股的比例降低到50％以下。

这些习点贴式的格言总是易于阐述清楚而难以遵循，因为它们与引起牛市和熊市的人类本性相违背。一种对普通股持有者固有的策略是：当市场

超过一定点位时应清仓，而在点位相应下降后再增持。这些格言与此是相矛盾的。它要求普通人用我们过去取得很大成功和挫折的对立方式进行操作，而且必须如此操作————这点作者相信————我们在将来很可能也会如此。

如果投资与投机之间的区别像从前那样清楚，那么我们或许能够将投资者想像成为精明的、有经验的群体，他们在高价位时将股票卖给轻率的、运气不好的投机者，而在低价位时从投机者手中买回。这种情形在很久以前或许是真的，但从1949年后，就很难将其与金融发展等同起来。没有迹象表明诸如互助基金的专业操作已经受这种方式引导。在证券中，由两种主要基金（负债基金和普通股）所持有的公债券的百分比逐年很少有变化，其销售活动与从较少到较多的允许持有量的努力有紧密联系。

如果股票市场已经与其固有的边界失去接触，而新的边界还没有建立，那么本书就不能向投资者提供任何可信的准则，以便通过这些准则将其普通股持有量减少到25％的最小量，并在以后将它们恢复到75％的最大量。我极力主张一般投资者的公债券持有量不应多于一半，除非他对自己股票位置的正确性深信无疑，并且相信自己能够平静地对

待1962年类型的市场下跌。因而，我反对在那时以多于50%的比例投资于普通股。但是，由于互补的原因，劝告人们将数量降低到50%以下几乎同样是困难的，除非投资者对当前的市场水平感到不安，并满足于在未来的上升中将其投资份额限制在总资金的25%。

这样，导致我向大多数读者提出可能是过分简单的50：50公式。在这个公式中，指导原则就是尽可能符合实际地维持债券和股票持有之间的均等划分。当市场水平的变化已经提高了普通股的比例时，例如55%，那么可以通过卖掉1/11的股票并将收益转移到债券而恢复平衡；相反，当普通股比例下降到45%时，则用1/11的债券资金购买另外的股票。

应当指出，耶鲁大学根据1937年后几年的数据复出了几乎相似的结论，但它是围绕35%普通股的“正常持有量”变动的。然而，在50年代早期，耶鲁大学似乎放弃了过去著名的公式，进而于1963年，在证券组合中股票占了61.5%（在那时，65个类似大学的募捐资金，总计接近50亿美元，持有55.8%的普通股）。耶鲁大学的例子说明，大的市场上涨对曾经流行的投资准则产生了几乎致命的影响。然而，我确信50：50模型对防御

型投资者是很有益的。它非常简单，毫无疑问瞄准了正确方向。它给予追随者以下的感觉，相应于市场发展，他至少做出了某些行动；最重要的是，当市场上升到越来越危险的高度时，它将限制他拿出越来越多的钱投入普通股。

更进一步，在上升的市场中，一个真正的防御型者将会满足于他的组合投资的一半所显示的收益；而当严重下跌时，他可能从他的境况要比更喜欢冒险的朋友的境况好得多中得到更大的安慰。

债券的组成

债券投资的目标相当简单：选择产生最好回报并有高度安全性的证券。公共机构的投资者关心在短期、中期和长期之间的选择，并利用所持有的一部分，准备在交易中牺牲收益的重要部分，以保证阻止与短期证券相连的价格下跌。在这本书中，我们仅处理单个投资者的组合投资问题。由于这些原因，选择债券时不应受太多复杂因素的干扰。

在过去的许多年中，唯一适合个人购买的证券是美国储蓄债券。它的安全性一直是毫无疑问的，并且能够获得比其他一等债券投资更高的回报。它提供了退还货币的选择权和其他权利，这些大大增加了它的吸引力。在早期的版本中，我就此写了完整的一章，标题为："美国储蓄债券：投资

者的福利”。

正像我曾指出的，美国储蓄债券还具有一个优点：它适合于个人投资者购买。对于资本有限的人而言，例如，投资不超过1万美元，我认为它仍然是最容易的和最好的选择，但拥有大量资本的人可能会发现其他更理想的媒介。

让我列举一些值得投资者考虑的主要类型的债券，并简单地描述它们的安全性、收益、市场价格风险、所得税情况及其他特点。

a. 美国储蓄债券，系列E.

它到期时将有3.75％的收益，而提前支取则收益更小。例如，如果在购买后3年支取，每年的收益大约于3.3％。这反映了同样质量的短期和长期债券收益的标准关系。

因为此债券能够以不低于成本价在任何时候被持有者赎回，所以从严格意义上讲，它根本没有任何市场风险。提前兑付所得到的低于3.75％的收益，与以固定3.75％的债券销售在原始价值的微小损失上是等同的。

债券的利息股从于联邦所得税而不是州所得税。联邦所得税可以由债券持有者选择以两种方法支付：一是每年按照赎回债券时增加的收入支付，一是延期到债券实际兑现时支付。

持有者有权以公开价格赎回是这一债券的最大特点。1950年后，当其他债券价格急剧下跌时，这一特点证明是很有价值的。如果愿意，持有者还可以通过以3.75％的税率拖延所得税，进一步选择债券的持有时间（老的债券已经享有延长至少10年的选择权，1957年5月后发行的债券的延长期限在1964年早期还没有宣布）。

该债券如丢失，损坏或被偷，可以无成本弥补。

每年，个人拥有者被限制购买到期价值1万美元的债券（系列E.，成本是7500美元），而对共同拥有者的规定是典型的家庭有可能每年购买更多的数量。当拥有者去世时，债券可付与指定的个人。它们不可以被出卖、转让或像其他债券一样作抵押品。

b. 美国储蓄债券，系列 H.

这些债券按面值发行（100％），期限10年，每半年付息一次。在最初的18个月，支付2.57％的平均利息，然后按固定的4％支付；在10年的持有期间，综合利息为3.75％。没有延长期限的规定。其他规定与系列E.相似。

c. 其他美国债券

这些债券包含了各种息票率和期限。它们就

利息的支付和本金而言是非常安全的。它们适用于联邦政府所得税，而不是州所得税。收益主要随期限而变化。在1964年初，超过10年的长期债券可得到平均4.13％的收益，3至5年的中期债券收益为4.05％，短期债券收益为3.76％。

d. 州和市政债券

它们的主要特点是免收联邦所得税，也免收发行债券的州（而不是其他地方）的所得税。它们或者州或其分支机构的直接责任证券，或者为“收益债券”，其利息支付依赖于道路、桥梁、建筑物等征税的收益。不是所有的免税债券都受坚强保护，从而证明防御型投资者的购买是正确的。在进行选择时，投资者可能受摩迪和标准.普尔给出的每一种债券等级的影响。三种最高等级Aaa、Aa或A债券之一，应该构成安全性的指标。这些债券的收益将随着质量和期限而变化，短期债券给出较低的回报。1964年，在标准.普尔市政债券指数中所代表的债券，平均质量等级为Aa，20年期限，在1964年早期收益率为3.41％。当时宾夕法尼亚州建设局债券的代表性收益率是：1965年到期的为2.20％，1975年到期的为3.05％，最长（1989年）期限的为3.90％。

e. 公司债券

这些债券受联邦和州税收的限制。在1964年初，那些质量最高、期限为25年的债券的收益率为4.4％，中低等长期债券的收益率是4.85％。在每一个等级上，短期债券收益比长期债券要少。

评论：以上概述表明普通投资者在高等级的债券间有几种选择。与应该课税的证券比较，高所得税阶层的人能从良好的免税证券中获得更好的净收益。对其他债券而言，应课税的收益范围似乎是从美国储蓄债券的3.75％到顶级公司债券的大约4.5％。这个范围对小规模债券业务量不太重要。

（1）价格变化性

投资者应该知道，即使本金和利息的安全性没有问题的，但随着利率的变动，长期债券的市场价格也可能会有很大的变化。表14给出了几年来各种类型投资平均收益变化的数据，从中可以看出，在高等级（Aaa）债券上的变化是相当惊人的。表15显示了两种代表性债券的价格波动。

表14　1919～1963年各种类型投资的收益比较（％）

年份　美国　市政　Aaa债券　Bbb债券　公司债券（注c）储蓄

储蓄　国库券　债券（注b）（高等级　银行

债券（注a）（长期，（免税），优先股）

存款（注d）
应交税）
1919年 4.73 4.46 5.55 6.99 6.07 4.00
1928年 3.33 4.05 4.73 5.71 4.90 4.39
1932年 3.68 4.65 5.09 8.76 5.89 3.71
1935年 2.90 2.69 3.40 3.53 4.51 4.45 2.23
1940年 2.90 2.21 2.50 2.44 4.08 4.00 1.94
1946年 2.90 2.19 1.64 2.44 2.84 3.50 1.66
1953年 3.00 2.92 2.72 3.12 3.55 4.10 2.52
1963年 3.75 4.14 3.34 4.35 4.85 4.32 4.08

a. 系列 A.、E.和H. b. 来源于标准.普尔 c.来源于摩迪 d. 纽约州平均值。

表15 1905～1963年两种代表性债券的价格波动

（以美元为单位）

时间 阿奇生通用公司 北太平洋通用公司
4s, 1995 3s, 2047
（高质量）（中等质量）

1905年高 105.50 79.00
1920年低 69.00 49.50
1928年高 99.00 73.00
1931～1932年高 75.00 46.75
1936年高 117.25 85.25
1939～1940高低 99.50 31.50
1946年高 141.00 94.75
1948～1949年低 115.75 56.00
1950～1954年高 131.375 81.00
1957～1961年低 88.00 55.00
1963年平均值 90.25 59.75

（2）更高收益的债券投资

通过牺牲质量，一个投资者可从他的债券中得到更高的收入回报。长期的经验已经说明，普通投资者总是很明智地远离高收益的债券。总体而言，当这种债券可以比第一流的债券在整个收益上表现得稍微好一点时，它们就使拥有者面临太多的不利于发展的个人风险，范围从令人不安的价格下降到真正的不履约（交易机会不会经常出现在低等级的债券中，因此这需要特殊的研究和技巧以成功地开拓）。

（3）作为债券替代的储蓄

现在，一个投资者可以从商业或储蓄银行得

到像他从第一流的债券得到的几乎一样高的利率。银行储蓄账户的利息将来可能降低，但在目前情况下，它们是个人债券投资的合适替代物。

（4） 可转换债券

就形式而言，可转换债券由于提供了安全性和获得机会，从而表现出明显的吸引力。它的索取权排在公司的普通股之前；如果后者价格上升得足够高，转换权应有了价值，债券就可能以高于成本价卖出。然而，这样的优点是要付出代价的。这种债券的价格可以比有相同安全性而没有可转换权的债券高出20%。因此，可转换债券的购买者实际上从两种不同东西的“包裹”中得到了好处：普通债券加对普通股的购买权。可转换债券也有投资决策问题，它贬低了对防御型投资者的适用性。我将在关于进攻型投资者的章节中详细讨论这种类型的证券。

（5） 买入规定

大多数债券在到期之彰可以被支付（当然，这里非常例外的是美国储蓄债券，其赎回权给予持有者而不是债务人）。在特殊情况下，债券可在保险后，以适当高于发行价5%的保险费被公平地购买。人们很少注意不满意的情况，其中，买入规定已经将债券持有者作为一个阶层。这意味着，在基

本利率波动较大的时期，债券投资者不得不首当其冲地面对不利于自己的变化，并且除了少量喜欢的债券外，被剥夺了一切。让我们举一个例子来清楚地说明这一点，因为它很重要且广泛被忽视。

1928年，美国燃气电力公司以101美元的价格向公众出售了期限为100年、退税5％的凭单债券，收益率为4.95％。4年后，在极度萧条中，债券以62.5美元的低价售出，收益率为8％。这反映了非常不利的经济的市场条件对高质量投资债券的影响。相反，在后几年中，在有利的情况下，这种债券的利率跌到了3％以下。这意味着这种5％债券的价格上涨超过160美元。但在1946年3月的这个点位，这种债券仅能以106美元的价格被赎回。

典型债券合同中的买入特征是“我得头，你失尾”。在1934年至1946年利息下降的12年中，大多数投资者收兑了他们的长期、高付息债券，并且被迫接受越来越低的回报率。如果没有买入特征，他们的收入就不会减少并且他们债券的本金值会有巨大的增加。在1950年后，利率开始回升，那些在1946年以高价买进低息债券的投资者，他们的本金值实际上减少了。总而言之：当利率下降时，买入特征迫使投资者失去收入；当利率上升时，投资者会失去本金。

这种安排从投资者的角度来看很不合理，因而投资者不应该在不安全的情况下去购买它。

近年来，或许是机构投资者遗留下来的要求，买入规定情况有很大的改善。大多数新债券要么是不可赎回的，要么在发行后许多年才能赎回。

直接的（不可转换债券）优先股

在这里，应该对优先股做某些观察。真正好的优先股能够而且确实存在，尽管它们的投资形式不好，但它们本身是好的。典型的优先股持有者将安全性基于公司支付普通股的能力和愿望上。一旦普通股红利被取消，或甚至更危险，那么其地位就不稳定了。另一方面，典型的优先股除了享受超出固定股息的利率外，不参与公司利润的分配。因此，优先股持有人既没有债券持有者（或债权人）的决定索取权，也没有普通股持有者（或合伙人）享有的获取利润的可能性。

在萧条时，优先股法定地位上的这些弱点便更加明显。所有优先股中，只有一小部分使自己处于牢固的地位，在整个变迁中保持一个毫无问题的投资地位。经验告诉我们，购买优先股的时间，是临时性的逆境使得它们的价格被过分压低时（在这时，它们可能适合于进取的投资者，但不适合于防御型投资者）。

换句话说，它们应该在廉价的基础上被购买，或根本不被购买。我们今后将更加关心可转换债券和有类似权利的债券，因为它产生了某些特殊的获利可能性。

优先股总体地位的另一个特点值得一提：公司购买者比个人投资者有好得多的纳税地位。基于它们普通利息的收入总量，公司仅需支持红利收入15％的所得税。从1965年起，公司税率是48％，这意味着作为优先股红利收入的100美元仅需纳税7.20美元，而作为债券利息收入的100美元则需纳税48美元。另一方面，除了最近有一点减免外，个人投资者在优先股投资上须支持与债券同样多的税收。所以，严格地按逻辑讲，所有投资等级的优先股应该由公司购买，就像所有免税债券应该由支付所得税的投资者购买一样。

股票形式

如同迄今所讨论的，债券形式和优先股形式，是易于理解和相对简单的。债券持有者有权在确定的日期得到固定的利息和返还的本金；优先股所有者取得固定的股息，更重要的是，股息必须在任何普通股红利之前支付，它的本金值在任何指定的日期前不会到期（股息可能是累积的或非累积的，股票持有者可能有也可能没有选举权）。

上面讨论了大多数债券和优先股，以及分配中的基本总量。毫无疑问，仍有数不清的例外，最著名的类型是可转换债券和类似的债券及收入债券。除了这些外，还有许多债券，就它们对本金、利息或红利的索取权、选举权、分解权等等而论，都存在独自的奇异性。

在一个标准的投资组合策略中，混合的或不规则的证券形式被作为防止证券杂质的主要的外观依据。评价这些特殊证券的真正效果或价值经常是很困难的。证券的期限实际上可能有不寻常的吸引力，并且它也可能构成例外的情况。在例外的情况下，不规则证券仅应该被有进取心的投资者购买，那些防御型的投资者不应该去碰它们。

普通股的利弊

在本书的第一版中（1949年），我发现对所有投资组合中包含大量普通股成分的情况插入一长段说明是必要的。普通股通常被认为具有高投机性，因而是不安全的；它们曾经从1946年的高水平大幅度地下跌，但这并没有吸引投资者，反而削弱了投资者在股票证券交易的信心。我已经对随后16年中出现的逆境做过评论，股票价格的大幅上升现在已使得它们在所记录的高水平上看来是安全和可获利的投资，但实际上可能伴随着相当大的风

险。

我在1949年对普通股的优点所作的认证取决于两个主要观点：第一点是，它们提供了相当程度上的保护，以避免由于通货膨胀使投资者的资金遭受损失，而债券却不能提供任何保护。题为“股票对债券维持的实际收入”的图为这个认证提供了证据。第二点是，多年来，它们给予投资者更高的平均回报。它的产生是由于平均红利收入超过好的债券收益和未分配的利润重新投资的结果。

尽管这两个优点是很重要的，并且在过去长期使普通股比债券有好得多的记录。但是我经常告诫，如果股票购买者为他的股票支付太高的价格，他可能会失去这些利润。市场水平回升到1929年至1932年大幅下跌的边缘花费了25年时间。从1957年起，由于它们的高价格，普通股又一次失去了红利收入高于债券利率收入的传统优点，剩下就要看通货膨胀因素和经济增长因素在将来是否会弥补这个不利的发展。

读者应该清楚，在这个水平上，我们一般不会热心于普通股。根据已经给出的理由，我感觉到，防御型的投资者不可能在他的有价证券中没有一定比例的普通股，即使他必须把它们看作是两种祸害中较小的一个————较大的是全部持有债券

所带来的风险。

投资普通股的原则

对防御型投资者的组合策略，普通股的选择是很简单的。下面提出应遵守的四个原则：

1. 应该有适当的但不是长度的多样化，就也许意味着有最少10种和最多大约30种不同的证券。

2. 所选择的每一个公司应该是大的、突出的、谨慎投资的。尽管这些修饰语是不确定的，但它们的一般意义是清楚的。关于该点的讨论被放在本章的结尾。

3. 每个公司应该具有一个长期的连续的红利支付的记录（在道.琼斯工业平均指数中的所有证券满足了这个红利要求）。为了明确这占为，我建议连续红利支付的要求至少从1940年开始。该点将简捷地我们带进现在一般所指的“战前”时期。

4. 联系到过去7年的平均收益，投资者应该表明他将愿意为一个证券所支付的价格的界限。我建议这个界限设置为平均收益的25倍，并且不多于最近12个月的20倍。这个限制几乎将所有最强的和最流行的公司从组合证券中去掉了。特别是，它实质上取消了在过去很多年中被投机型和机构投资者所喜爱的整个成长股目录。

成长股和防御型投资者

术语“成长股”被用于这样一种股票：其过去每股收益的增长远高于整个普通股的收益率且人们预计今后仍会如此（一此权威人士认为，真正的成长股应该有望在10年至少将其收益翻倍，即它们的复合年收益率增长超过7.1%）。显然，如果支付的价格不过分的话，这种类型的股票具有购买和拥有的吸引力。当然，由于成长股长期以与现在收益相联系的高价出售，并且在过去一段时间以比它们的平均收益高许多的倍数出售，因而是存在问题的。这说明在成长股中已经导入了相当重的投机因素，并在这个领域以远不是简单的方式进行了成功运作。

最主要的成长股长期以来一直是国际商业机器公司股票，它已经为几年前购买它并坚持持有的那些人带来了丰厚的回报。我已经指出，这个“最好的普通股”在1961年至1962年的6个月下跌中，其市场价格实际上已经下跌了50%。其他成长股对不利的发展，表现得更加脆弱；在某些情况下，不仅价格已经跌回，而且收益也是如此，因而给那些拥有它们的人造成了双重损失。适合我们目的的第二个例子是得克萨斯仪器股价有限公司股票，它在6年中价格从5美元上升到256美元，没有

支付红利，而它的收益从每股40美分增加到3.91美元（注意：价格上升是利润的5倍，这是流行的普通股的特点）。但两年后，收益下跌了将近50%，并且价格下跌了4/5，到49美元。

从这些例子，读者将会明白为什么我把成长股总体上作为防御型投资者的一个很不确定和有风险的媒价。当然，奇迹能够通过正确的个人选择而出现，即在一个正确的水平上买入，在大幅上涨之后和在不可避免地下跌之前卖出。但普通投资者不可能期望实现这点，就像他不能在树上找到钱一样。相反，我认为相对不流行的因而可用合理收益几倍价格得到的大公司群的股票，给一般公众提供了一个合理的而非投机的选择区域。

投资公司股票

拥有少于5000美元资金的普通股投资者将得到忠告，应通过投资公司证券的媒价间接地获利他的清单。大多数现在被购买的股价由所谓的开放型公司发行，它们通过分销组织持续地销售它们的证券。索价包括对销售成本的弥补，其倾向于大约占基本资产价值的8%。股份可以在任何时间以当时的资产价值回售给公司。投资者所得的红利等于在基本证券上的支付减去运作费用支持，其平均大约是净资产的0.55%，并且可能是公司收入的15%。

开放型公司被有效地管理着，它们肯定比典型的小投资者犯更少的严重错误。因而，毫无疑问，开放型公司使拥有少量财富的一般的投资者能够充分履行其投资作用，这些投资者希望在相当多的普通股中取得收益。

拥有大量财富的防御型投资者是购买开放型公司的股份还是选择他自己的普通股组合，是一个更易引起争议的问题。在这两个方面有许多争论；投资者可能按照他自己在这个事情上的观点行事。

由于另外一种类型的基金，即被称为封闭型公司基金的存在，投资公司的问题变复杂了。这样的企业不会像开放型公司那样持续地购买和销售它们自己的股份，因而封闭型公司的股份，如同美国钢铁公司的普通股那样，完全由公开市场的买者和卖者所决定。它们中的大多数已经按财产价值的很大折扣有规律地出售。换句话说，当典型的公司资产的市场价值每一股份等于20美元时，那么封闭型公司的股份通常仅用16美元便可买到。

开放型公司和封闭型公司基金作为一个整体，已经说明过去许多年的结果大致等于道.琼斯工业平均指数和标准.普尔500种股票综合指数的结果（这里，我指的是所有的普通股基金）。

我确信，就经济而言，封闭型基金总体上比

开放型基金或互助基金能够提供更好的价值。对不同的公司和不同的年份，投资结果会在很广的范围内变化；但两个群体的整个行为是非常相似的。显然中，那些按净资产价值的80％购买封闭型股份的投资净回报更好于按价值的108％购买开放型股份的投资净回报（不一致的原因能够在简单的事实中发现，互助基金股份是通过很多勤奋工作的上门推销商销售的，而封闭型股份的销售则没有类似的努力）。

然而，应该指出，有相当一部分开放型基金为“无负荷”销售，即按净资产值而没有附加的销售费用（也有一些开放型基金仅有1％或2％的附加费用）。他们中的大多数由投资顾问商行和佣金机构操作，并通过收取管理费用和佣金得以补偿。1963年底，该类型中最大的结算基金是路米斯——塞勒斯互助合作基金，最大的全普通股基金是斯库德、斯蒂文斯和克拉克普通股基金。显然，这个群体已经产生了一个接近于满负荷互助基金和封闭型公司基金的长期记录。因为没有雇佣销售商来销售股份，因而无负荷基金不如较大负荷基金增长得那么快（这里，与储蓄银行人寿保险相当类似，它们更经济但不如销售商销售保险那样流行）。

投资于普通信托基金

投资基金股份的替代就是参与普通信托基金，它通过银行或信托公司来运行。由费城吉拉德信托银行所持有的一种普通信托基金（多样性信托基金A）的特殊规定可作以下概述：

为了参与此基金，吉拉德信托银行作为受托者必须建立一种个人信托，可以有个人作为合作信托者。为了将基金限制在“适度信托”规模，一个单位信托部分的参与基金不超过10万美元。没有管理费或进入基金的费用（负荷费）或收回资金的费用，但信托公司通过充当“信托不动产”的受托者，收取标准费用而得以补偿。进入或收回可以在每季度开始时进行，基金的收入按季计算和分配。

基金被投资于美国政府债券、公司债券、优先股和普通股。以1963年11月的价值为基础，1963年的回报是3.76％（以受托人的费用为条件）。在这一年中，净资产值增加了7.3％。

让我们假设刚才描述的基金是典型的普通信托基金————也许，除了它在优先股中的非常大量的投资（17.6％）。一个投资者为了自己的利润，可以通过建立一个（可撤销的）信托基金，将他平常的资本交给这样的管理机构。这时，他的地位多少类似于所谓的有补偿的基金股份持有者。该基金是一个持有相当数量的高级证券和普通股的投

资公司，通常的比例大约分别是35％和65％（吉拉德信托基金在1963年11月拥有普通股55.4％）。

组合策略的变化

为了观测组合投资质量能够被改进，提交所有的证券表进行周期性检查现在是一个标准的惯例。当然，这是投资顾问们为顾客提供服务的一个主要部分。几乎所有的佣金机构都准备提出相应的建议，不附带特殊的费用，而是以所包含的佣金作为回报。某些佣金机构以费用为基础维持着投资服务。

当投资者探索什么时候他的资金第一次被交付时，可能投资者应该至少一年一次得到与他的组合投资变化有关的相同类型的忠告。因为他对自己所依赖的东西没有多少专业知识，因而他必须将自己委托于具有最高声誉的商行，否则，他也许很容易落入无能的或无耻的人的手中。在任何时候，在每一个这样的磋商中，投资者都应该使他的顾问清楚，他希望严格遵守本章早些时候给出的普通股选择的四个原则。偶然地，在第一次，如果他的清单已经被合理地选择，那么就没有必要经常和大规模地变化。

美元.成本平均标准

纽约证券交易所已经用了很大的努力来普及它的“月度购买计划”，在该计划中，投资者每月投入相同数量的资金以购买一种或多种普通股。这是一个被称为美元.成本平均标准的一种特殊类型“公式投资”的应用。从1949年起，在突出的上升市场的经验中，从这样一个程序所带来的结果是非常令人满意的，因为它防止了参与者在错误时间集中购买。关于美元.成本平均标准，或许一个更令人信服的事例可以通过研究1949年前的结果而发现，特别是那些包含了1929年后灾难性下跌的年份。

让我们概括以下由桑德森在纽约证券交易所月刊《交易》1947年7月号上发表的一篇文章中所提供的某些数字。尽管所覆盖的期限很遥远，但这些数字可能比1949年至1963年所得的数字更贴近投资者将来的问题；在后一个期间，趋势太过于向上，因而美元.成本平均标准方法不适合于任何有关其正确性的测试。

在这篇文章中，跟踪了从1927年开始到1946年结束，每年投资1000美元于阿奇生和陶佩吉和桑塔.费铁路普通股的结果。每年得到的股份范围从1929年以价格247美元购买的4股到1940年以价格19美元购买的52股，年平均是18.2股，价格

55美元。这个结果比取这个期间高、低价的直接平均值所得到的结果要好得多。因而，尽管1947年6月80美元的价位远低于早期购买的价位，但是它显示，在整个持有量上有44％的增值。在此期间，基于成本每年所得的红利平均为6.3％。对以同样方法购买的其他10种著名的普通股也显示了同样的结果。

在路斯利.汤林森公式制度计划的详细研究中，作者根据构成道.琼斯工业指数的一组股票，描述了美元.成本平均标准结果的计算。所做的试验覆盖了23个10年购买期，第一个1929年结束，最后一个1952年结束。每一个试验都证明或者在购买期结束时或者在此后的5年获得利润。在23个购买期结束时，除去红利收入外，所揭示的平均利润是21.5％。不用说，某些时候，市场价值有大幅度临时的下跌。Tomlinson小姐用惊人的语句结束了这个异常简单的投资公式："还没有人发现任何其他投资公式，该公式可以充满最终成功的信心，而无论证券价格发生什么变化，就像美元.成本平均标准一样。"

反对意见认为，美元.成本平均标准尽管原理上是正确的，但实际上是很不现实的，因为很少有人处在如此的境地，他们20年每年为普通股投资相

同数量的钱。对我而言，这个明显的反映意义在近几年中似乎已经失去了它的大部分力量。普通股正逐渐被接受为合理的储蓄————投资规划中必需的组成部分。因此，系统且均匀地购买普通股也许并不比同样连续支付美国储蓄基金和人寿保险表现出更多的心理和财政上的困难，它们应该是补充。月度数量可能是很小的，但在20年或更多年之后，结果对储蓄者而言是难忘的和重要的。

投资者的个人状况

在本章的开关，我简单地指出了单个组合证券拥有者的地位。根据随后总体策略的讨论，让我回到这个问题。在什么范围内投资者选择的证券类型会随着他的环境而变化呢？作为表示许多不同条件的具体例子，我将列举如下：（1）一个寡妇被留下10万美元以供养她自己和她的孩子；（2）一个职业生涯中成功的医生，有10万美元的储蓄，且每年增加5000美元；（3）一个年轻人，每周收入100美元，一年储蓄500美元。

对于这个寡妇，依靠她的收入生存是个很困难的问题。另一方面，在她的投资中，保守性选择是首要的。将她的资金在美国债券和一等的普通股之间进行大约相等的划分，符合我们对防御型投资者的总体说明。（如果作决策时，她已有思想准

备，并确信购买时价格不是太高，那么股票部分可以高达75%。但在1964年早期，情况肯定不是如此。）

不排除这个寡妇可是是一个有进取心的投资者，在这种情况下，她的目标的方法是很不相同的。寡妇不必做的一件事情就是以投机的方式“获得一些额外收入”。这一点，我的意思是指在没有必要的完全可以依赖的获取全面成功的手段下，谋取利润和高收入。为了收支平衡，每年从她的资本中取出1000美元要比用一半资金以贪婪为基础去投机、冒险好得多。

富裕的医生没有寡妇所承受的压力和义务，然而我认为他的选择与她是非常相似的。他愿意在投资业务中获得感兴趣的利息吗？如果他缺乏冲动或本领，那么他最好接受防御型投资者这个容易的角色。他的组合投资的划分将和典型的寡妇的划分没什么不同，并在固定股票大小上有相同的个人选择范围，年度储蓄应与整个基金大约是相同的比例。

富裕的医生或许比普通的寡妇更可能成为一个有进取心的投资者，并且更可能在事业上取得成功。然而，他有一个重要的障碍，他没有多少时间可以用在投资教育和资金的管理上。事实上，从医

的人在他们的证券经营中很不成功。造成这种情况的原因是他们通常太过于相信自己的才智，并且强烈渴望取得好的回报，而没有意识到要取得成功，既需要对这种事情的充分注意，也需要某些证券评价的专业方法。

最后，那个每个储蓄500美元并且期望逐渐做得更好的青年，发现自己有着同样的选择，尽管有不同的原因。他的部分储蓄应该自动地投放进系列E.债券。平衡是如此适中，以至于他几乎不值得去经受不愉快的教育和本质上的训练，以便充当一个合格的进攻型投资者。因而，防御型投资者简单地采用我的标准程序，将是最容易和最合逻辑的策略。

在这点上，我们不要忽略了人的本质。金融对许多财产有限但聪明的年轻人有着诱惑力。他们可能在储蓄的投放方面既有才智又有进取心，尽管投资收入比他们的薪水收入重要性要小得多。这种态度是好的。年轻的富豪尽早地开始他的金融教育和实践有很大的益处。如果他准备像进攻型投资人那样运作，他肯定会犯一些错误并造成一些损失，尽管年经人自己能够承受这些挫折和利润。我力劝开始购买证券者，不要浪费他的努力和钱财以试图与市场作对。请他研究证券价值吧，并通过他的判

断开始检验与最小可能数量的价值相对的价格。

因而，让我们回到一开始所作的陈述：要购买的证券类型和想得到的回报率不是取决于投资者的金融实力，而 是与知识、经验、气质相联系的金融技术。

何谓“风险”

按传统的说法，好债券比好优先股风险小，而后者比好普通股风险小。从这点得出了反对普通股的流行的偏见，因为它们不“安全”，这被1948年联邦储备委员会的调查所证实。应该指出，由于术语“风险”和“安全性”以同种不同的意义用于证券，结果导致了思想混乱。

一个债券，当它不能偿还利息或本金时，可以清楚地证明是不安全的。同样，如果一个优先股或者一个普通股是带着能连续支付红利的期望而被购买的，那么，红利的减少或不支付则意味它是不安全的。当价格低于成本时，如果存在持有者不得不在这时卖出的可能性，那么投资包含着风险也就是真的。

然而，风险的思想经常被扩充到用于一个证券价格的可能下跌，甚至这个下跌可能是周期性的或暂时的，并且持有者也没有被强迫在这时出售。这些可能性出现在所有证券中，而不是仅在美国储

蓄债券中；出现在普通股总体运行中的程度比出现在作为一类的高级证券中的程度更深。但我相信，这里所含的东西并不是真正的风险。那些持有建筑物抵押的人，如果他被迫在不适宜的时间出售，那么将可能不得不承受巨大的损失。在判断普通不动产抵押的安全性和风险时，并没有考虑到那个因素，唯一的标准是按期付款的可靠性。同理，与普通商业业务相联系的风险是用它损失钱的可能性来衡量，而不是用如果拥有者被迫出售时将会发生什么来衡量。

与在第二章的讨论相一致，我将强调，诚实的投资者不会仅仅因为他所持有的证券的市场价格下跌而遭受损失，因而下跌的可能发生并不意味着他正承受损失的真正风险。如果一组经过认真选择的普通股投资，通过几年的衡量，表明有一个令人满意的总回报，那么这组投资证明是“安全”的。在投资期间，市场价值注定要波动，并且很可能在这个购买者的成本之下出售一段时间。如果这个事实使得投资“有风险”，那么它将不得不在同时被称为有风险的和安全的。如果我们将风险的概念仅用于价值的损失，这个损失或者是通过实际出售所造成，或者由公司地位的急剧恶化而引起，或者是与证券内在价值相关联的过分的价格支付的结果，

那么这个困惑就可避免。

很多普通股确实包含了恶化的风险，但普通股中合理进行的一组投资不会引起这种类型的任何实质性风险，因此，不能仅仅因为价格波动的因素，就将它定义为“有风险”。但是，按内在价值标准，当存在着这个价格被证明明显太高时，风险就出现了，即使后来严重的市场下跌在很多年后能够被补偿。

什么是“大的、突出的和财政保守的公司”

标题中引用的短语用以描述那些限于防御型投资者购买的普通股种类————假设它们在许多年中连续支付红利。基于形容词的标准问题模棱两可的，那么，规模、突出性、财政结构的保守性的分界线在哪里呢？就最后一点，我能够提出一个特殊的标准，尽管武断，但它与被接受的想法相一致。一个工业公司的财政是不保守的，除非普通股（以账面价值）至少代表了包括所有银行债务在内的总资本的一半，对铁路和公用事业公司而言，这个数字至少应该是30%。

这里“大的”和“突出的”，是指相当大的规模以及在工业中占主导地位。这样的公司通常被当作“主要的”；除了成长型股通常被那些购买它的人放在一个独立的层次外，所有其他的普通股都

被称作为“次要的”。在这里，为了提供一个具体的要素，我建议，当今天称一个公司是“大的”，那么它应该有5000万美元的资产或5000万美元的业务；当称一个公司是“突出的”，那么它的规模应该位于本工业群体中前1/4或前1/3。

然而，坚持如此武断的标准就是愚蠢的，它们只能作为那些要求指导的人的指南。任何由投资者为自己设定并且不与普通意义上“大的”和“突出的”相冲突的规则应该是可接受的。事实上，必须有一群边际公司，其中一些适合于防御型投资者，而另一些则不适合。观点和行动的多样化是无害的，它在股票市场中产生了有益的效果，因为它允许主要的和次要的股票类别之间有逐渐的区分或转变。

> > > > 6. 进攻型投资者的组合策略：负面方法

仅仅由于收益诱人而去购买缺乏足够安全性的债券或优先股是不明智的。

进攻型投资者应从与防御型投资者相同的基础开始，即在高等级债券和以合理价格购买的高等级普通股之间进行资金的分配。

进攻型投资者应从防御型投资者相同的基础开始，即在高等级债券和以合理价格购买的高等级普通股之间进行资金的分配。他将准备扩充范围，以便投资于其他类型的证券，但在每种场合，他都需要对选择有一个合理的推断。用有条理的方式讨论这个主题存在着困难，这是由于对进攻型操作没有唯一的或理想的模式。选择的领域是很广的；选择不仅依赖于个人的能力和工具，而且可能同样依赖于他的兴趣和偏好。

对进攻型投资者最有用的是采取一种消极的方式。让他将高等级优先股留给合伙购买者，让他避开低等级的债券和优先股，除非能以廉价水平购买它们，这通常意味着以低于账面价值至少30%的价格购买。他将会让其他人购买外国政府债券，即使收益可能是诱人的。他也将注意所有类型的新证

券，包括可转换债券和似乎十分诱人的优先股以及最近几年的有很好收益的普通股。

对标准债券投资，进攻型投资者将会尽量采用防御型同行建议的模式，并在可以得到大约4.5%的收益的一等纳税证券和其长期收益高达3.5%的高质量的免税债券之间做出选择。

二等债券与优先股

现在，我们应该讨论投资于二等债券的问题，很容易发现这些债券产生的任何指定的回报率可以8%或更高。在一等和二等债券之间的主要不同于收益与利息相比的倍数。例如，在1964年早期，芝加哥、密尔沃基、圣保罗和太平洋公司回报率为5%的债券，价格68美元，收益率7.35%。但是，1963年铁路税前收益仅是其债券全部利息支出的1.5倍，违背了我们关于有着良好防范的铁路债券其公司收益要高于债券利息5倍的期望。

许多投资者购买这种类型的债券，是因为他们“需要收入”，并且不能在由顶级债券所提供的不多的回报上取得进展。经验清楚地表明，仅仅由于收益诱人而去购买缺乏足够安全性的债券或优先股是不明智的（这里，“仅仅”意指债券没有以大的折扣出售，因而不会提供资本价值巨大的收益机会）。当这样的公债券以全价购买，即比100低不

了几点，那么，在将来某一个时候，持有者看到一个低得多的行市的可能性是很大的。当不好的业务或不好的市场出现时，这种类型的债券对一段时间的严重下跌会非常敏感；利息和红利的支付经常被延期或至少处在危险之中，即使操作根本不坏，也经常有明显的价格弱点。

作为对二等质量优先股这个特点的特殊说明，让我们总结一下1946年至1947年10种铁路收入债券的价格行为。这些债券包含了在1946年以96美元或更高价格出售的债券，它们的高价平均是102.5美元。在随后的年份中，该组债券所记录下来的低价平均仅为68美元，在极短的时间内，市场价值损失了1/3。很奇怪的是，国家铁路显示1947年比1946年收益好得多；因此，剧烈的价格下跌是与商业图表反向的，是整个市场廉价销售的反映。但应指出，这些收入债券的跌落比道.琼斯工业股图表中的普通股的跌落比例（大约23%）更大。显然，在超出100美元价位上购买这些债券的购买者不可能期待在证券市场的进一步上升中有任何程序的分享。唯一有吸引力的特点是收益，平均大约为4.25%（与其相反，一等债券为2.50%，年收入高出1.75%）。然而，这些二等债券的购买者冒着损失相当一部分本金的风险而只获得很小的年度收

入，结局就太快且太平淡了。

上面的例子需要我们重视在“商人投资”绰号下流行的谬论。它们认为，购买公债券比高等级证券所得的收益更大，并且具有相应的更大的风险。在交易中，如果仅仅为了1%或2%额外的年收入，而接受公认的损失本金的可能性，它就是一件坏事情。如果你愿意承担一些风险，你应该肯定，如果事情进展良好，你首先能够在本金值上取得相当大的收益。因而，以账面价值出售的收益率为5.5%或6%的二等债券几乎总是一个坏的购买。价格为70美元的同样的证券可能更有意义，如果你有耐心，你将可能在那个水平上购买它。

二等债券和优先股拥有两个相矛盾的性能，明智的投资者必须清楚地记在心里。在坏的市场，几乎所有的证券都经受着一段时间的严重下跌；另一方面，当好的条件重现时，大量的证券又重新回到它们的价位。当股市不利时，优先股已经几年没有支付股息了，这是真实的情况。作为30年代持续萧条的结果，40年代初有大量的此种股票。在1945年至1947年战后繁荣时期，这些大的累积优先股中的许多或者以现金或者以新的证券支持，并且本金也经常被偿还。结果，大量利润被那些在几年前购买这些证券的人所获得，而当时这些证券无

人理睬并被低价出售。

在整个账目中，二等高级债券可得到的高收益将证明已经弥补了不可挽回的本金损失，这一点可能是真的。换句话说，一个以它们的开价购买所有这种证券的投资者，最终可能过得很好，就像将自己限于一流质量证券的投资者一样，甚至稍微更好一点。（注1）

要是没有实际目的，问题就很不切题。无论结果如何，当二等债券的价格突然下跌时，以全价购买它们的购买者将会焦虑和烦恼。更进一步，他不可能购买足够的证券以保证一个平均结果，他也不能够留出大量收入的一部分以弥补或“分期偿还”那些已被证明是永久的资本损失。最后，如果长期经验证明在下一个弱市可能以70美元或更少的价格买到股票，

注1　在国家经济研究局指导下所进行的精心统计和研究表明，情况确实如此。

那么就一般意义上讲，应该禁止以100美元左右的价格购买。

外国政府债券

即使只有很少经验的投资者都知道，总体而言，外国债券从1914年以来一直有一个不好的投资记录。由于两次世界大战和一次前所未有的世界

性危机，这是不可避免的。然而，没有几年，市场条件非常适合以账面价格销售某些新的外国证券。这个现象为我们提供了许多有关普通投资者心理活动的轨迹，并且不仅仅在债券领域。

几乎所有外国政府债券都比一流的国内债券收益更大。在1964年初，高利率的债券，例如澳大利亚的或丹麦的债券，利润率大约是5%。这些债券在这里发现了现成的市场————息票率通常比在他们自己国家更低————因为美国人相信它们是很安全的，并被每年0.5%左右的额外收益所吸引。美国债券投资者只具有相当短暂的记忆和很有限的想像力，他们几乎不会回想起来在上一个时代几乎影响了所有外国债券的经济和政治变迁，他们也不可能设想在将来发生相同变迁的可能性，包括类似的大幅度价格下跌。

我没有具体理由关心澳大利亚和丹麦债券的价格水平，但我的确知道，当麻烦到来时，外国证券的拥有者没有法律或其他方式实施他的索赔。那些在1953年以117美元的高价购买古巴共和国4.5美元债券的人眼睁睁看着利息未被付与，然后在1963年以20美分的低价出售了它们。当年，纽约证券交易所债券表中包括了比利时、刚果5.25美元债券，价格36美元；以及各种波兰债券，价格低到

7美元。自从它们在1922年以价格96.5美元供给这个国家以来，有多少读者考虑过重复捷克斯洛伐克8%债券的变迁？它们在1928年上升到112美元，1932年下跌到67.75美元，1936年回升到106美元，1939年暴跌到6美元，1947年（不可思议地）回升到117美元，1948年迅速下跌到35美元，并在1963年以19.125美元的低价出售。

几年以前，存在着一个关于购买外国债券各类的争论，这个争论是基于类似于我们一样富有的债权国所具有的对外国的道德责任。时间，它带来如此多的报复。现在我们正在处理一个自己难以处理的平衡支付问题，部分问题可以归结于寻找小额收益的美国投资者对外国债券的大规模购买。过去的几年中，我们从购买者的立场对这种投资的内在吸引力提出了质疑；或许我们现在应该加上一点，如果投资者拒绝了这些机会，将会给他的国家和他本人带来益处。

新证券

我的一个建议是，所有的投资者都应该留意新的证券，简单地说，这意味着在购买它们之前应该地调查和非常严格地测试。

对这双重限制，有两个原因。第一个原因是，在新证券之后隐含着特别的推销术，因而这被

称作一定程序的销售阻力；第二个原因是，大多数新证券在“有利的市场条件”下销售，这意味着有利于销售者而结果对购买者不利。

随着我们从最高等级债券到二等优先股到最低级普通股的等级逐步下降，这些考虑就变得越来越重要了。在过去进行的大量的筹资，包括以买入价支付现存的证券和由具有更低息票的新证券作为替代，其中的大多数属于高等级债券和优先股的范畴。购买者主要是金融机构，足以保护自己的利益。因而这些证券被精心地定价以适应可比较证券的现行利率，并且高能力的推销术对结果也没有付出太高的价格，并且它们中的许多后来在市场上明显下跌。这就是当条件对发行者有利时，销售各种新证券的总体趋势中的一个方面；但一流证券的情况对购买者的负面的影响可能只是不愉快的而不是严重的。

当我们研究1945年至1946年和1960年至1961年出售的低等级债券和优先股时，情形稍有不同。由于这些证券的大部分售出给了个人和业余投资者，因此，销售努力的效果更明显。这些证券的特点是，当根据适当年数的公司业绩进行判断时，它们不会作出适当的展示。如果能够假设现在的收益将会继续而没有严重的倒退，那么它们中的

大多数看起来的确是很安全的。发行这些证券的投资银行家可能接受这个假设，并且他们的销售商在说服他们自己和他们的顾客接受相同的效果时没有任何困难。然而，这是一种不好的投资方法，并且可能证明代价是很高的。

牛市周期通常以大量私人拥有的企业转成挂牌股份公司为特征。这是在1945年至1946年和从1960年开始又出现的情况，后一过程到达相当的程度直到引起1962年灾难性的关闭。一个相当普遍的过程就是将优先股出售给公众，经常是增加货币以满足企业膨胀的需求，为了老的拥有者的利益，也出售大约25%的普通股。因而，后者将保持大约75%的普通股并在诱人的时期将剩余部分变成现金。在大多数情况下，优先股将以普通股的开价稍高的价格转换成为普通股。

这种方法，现在是共同投资的标准，在这里值得考虑。为方便起见，我们将不仅处理可转换债券中的新证券，而且也处理一般的形式。许多投资者毫无疑问已经被证券销售商引入到可转换债券，而这些销售商已经有新的证券要销售。

可转换债券

这种债券被断言对投资者和发行公司都特别有利。投资者得到一个债券或优先股的较多的保

护，加上分享普通股价值任何大幅上升的机会；发行者能够以适当的利息和优先股股息的成本来增加资本，并且如果所期望的繁荣得以实现，发行者就可以将其转换成为普通股而免去优先股责。因而，计价的双方将会相处得很好。

显然，前面的章节有点夸大了情形，因为你不可能靠一个机智的计划得到出一个对双方都更好的交易。在转换权的交易中，投资者通常放弃质量或收益，或对两方面都重要的某些东西。相反，如果由于可转换性，公司以更低的成本得到它的货币，那么它就正在减少普通股持有者对未来增长所要求的回报部分。在这个主题上，产生了一系列赞成与反对的狡辩。得到的最安全的结论是，可转换债券与任何其他形式的债券一样，以自身的形式，保证其既不诱人也非不诱人。问题将完全依赖于围绕着单独证券的事实。

然而，我们确实知道，在1945年至1946年流通的典型的可转换债券已被证明是不诱人的。事实上，整个该组的市场行为已被证明比那些不具备可转换特征的优先股更令人失望。表16将刻画出这种情景。

表16 新优先股的价格记录（1946年出售）

价格从发行价起降低 直接债券 可转换和可参

与债券

（截至1947年7月） 7 0

下降 0~10% 16 2

10%~20% 11 6

20%~40% 3 22

40%或更多 0 12

合计 37 42

平均下降 大约9% 大约30%

从这些数据得出的结论并不是说，可转换债券本身比非转换债券和直接债券更不诱人，其他的方面是相同的，而对立是真实的。但我们也清楚地看到，其他的方面在实际中并不相同，并且附加的可转换权利经常————或许一般地————暴露出这种证券缺乏真正的投资质量。

当然，真实的情况是，可转换优先股比同一公司的普通股更安全，即它最终损失本金的风险更小，因此，那些购买了新的可转换证券以取代相应的普通股的人，其行为在某种程度上是符合逻辑的。在大我数情况下，普通股并不是以一个规定的价格开始，因此这时购买是不明智的，且可转换优先股所作的替代并不能充分改善这种情形。更进一步，大量的可转换债券是被那些对普通股没有特别兴趣和信心的投资者所购买，他们从来没有想过在

当时购买普通股，但他们被似乎是优先权加上接近市场的可转换权的理想组合所诱惑。在许多情况下，这个组合运行良好，但统计似乎表明它更可能是一个陷阱。

与可转换债券相联系，存在着一个大多数投资者难以认识的特别问题，即当利润出现时，它也同时带来一个进退两难的困境。持有者是否应该在稍微上升一点就卖出？他是否应该持有以等待更大的上升？如果债券被收兑————当普通股已经有相当大的上升时，这种情况经常发生————他是否应该卖出或转换成为普通股并且保留它呢？

让我们通过具体的费用来进行讨论。你以100美元的价格购买3.5%的债券，转换成价格为25美元的股票，即按每1000美元债券40股的比率。股票上升的30美元时，这使得债券至少值120美元，所以它以125美元出售。你或者出售或者持有。如果你持有，希望有一个更高的价格，你几乎处在与普通股持有者相同的位置；如果股票下跌，你的债券也会下跌，你的收入回报可能比普通股少得多。一个保守的人可能说，超出125美元，你的位置已经变得太投机了，所以他应该出售并得到令人满意的25%的利润。

到目前为止，一切顺利，但我们还要进一步

追踪这件事。当持有者以125美元卖掉债券后，在许多情形中，普通股将继续上升，并带有可转换性，投资者会痛苦地看到他过快地出售了很多股份。下一次，他决定持有它到150美元或200美元。当证券上升到140美元时，他没有出售。然后，市场崩溃，他的债券下跌到80美元。他又一次做错了事。

除了产生这些坏的猜想带来的精神痛苦时————它们似乎是不可避免的————在可转换债券的操作中还存在着真正的数字上的缺陷。或许可以假设一个按25%或30%利润出售的严格和统一的策略，或许多持有者应用这一策略时，将能够成功地进行运作。但是，如果就像真的出现一样这些债券缺乏足够的基本的安全并且趋向于在牛市的后阶段发行和购买，那么它们的大多数就不会升到125美元，当市场下跌时，也不会不崩溃。因而，可转换债券的投机机会在实际中被证明只是虚幻的。

由于如今的牛市异常的长，可转换债券作为一个总体15年来已经干得很好了，但这仅意味着大多数普通股已经享受了大多数可转换债券能够分享的大上涨。投资于可转换债券的好处只能通过市场下跌时它们的表现来检验。

下述埃费夏普可转换债券在1945年至1948年期间的表现是有趣的，它有助于加强我们的论题。大多数可转换债券代表着一个机会和风险的特别组合，它对于投资者可能是撩人的同时又是令人失望的。

在1945年，埃费夏普以103美元出售两种4.5美元收入企业债券，每种300万美元，以每股40美元转换成为普通股。股票迅速上升到65.5美元，然后（在2股分成3股之后）上升到88美元。后一个价格使得这个可转换债券的价值至少为200美元。在这个期间，两种债券以很小的溢价发行，因而它们实际上被全部转换为普通股，该普通股被许多财政债券的原始投资基金购买者所保留。价格很快开始了剧烈的下跌，在1948年3月，股票价格跌到7.375美元。这表示企业债券的价值仅为27美元，或者原始价值损失了75%，而不是100%以上的利润。

我对新的可转换债券的一般态度是怀疑。在这里，我的意思是指，像其他类似的观察一样，投资者在购买它们之前至少应观察两次以上。在怀有敌意的细察之后，他可能发现某些有利于拒绝的例外情况。当然，理想的组合是一个非常安全的可转换债券，它可以转换成诱人的普通股，并且价格仅

稍高于现行的市场价。不时地出现一些新的证券满足这些要求。然而，根据证券市场的本质，你更可能在某些已经发展到了有利位置的老证券中发现这样的机会（如果一个新证券确实很坚挺，它就不可能有一个好的转换权）。

在标准型可转换债券中，在给予什么和不给予什么之间的良好平衡，可由美国电话电报公司在融资中广泛使用这种类型的债券来很好地说明。1913年至1957年，该公司至少销售了9种不同的可转换债券，它们中的大多数将预约权给予了股票持有者。可转换债券对公司有很大的好处，它带来了比股票出售广泛得多的购买者，这是由于该种债券流行于许多拥有大量资金的金融机构，这些机构中的一部分便不允许购买股票。债券的利息收入通常少于相应的股息收入的一半。这是个抵消债券持有者优先权的因素。由于公司维持它的9美元股息率已经有40年了（从1919年至1959年的股票分割），实际上将所有的可转换债券最终转换成了普通股。因而，这些可转换债券的购买者在几年中日子过得很顺利，尽管并非像他们在一级市场购买了资本股那样好。是这个例子而不是可转换债券的内在吸引力，为美国电话电报公司赢得了声誉。为了在实际中证明它们的正确性，我还应有一些例子，

在这些例子中，即使普通股的表现令人失望，可转换债券也会良好运转。可是这样的例子不容易找到。

新发行股的炒作

下面内容是从1959年版本上未加改变地复制下来的，并加上评论。

普通股采取两种不同的形式。在公司已经上市的情况下，增加的股份按比例地提供给现有的股票持有者。预定价格定在当前高市价之下，并且预定的“权力”含有一个货币价值。新股份的销售几乎总是由一个或更多的投资银行包销，但一般希望和期望所有的新股份将通过行使预约权而购买。然而，上市公司增加的普通股销售通常不需要分销机构方面的积极销售努力。

第二种类型是用以前私人拥有的企业普通股进行公开的配置。这种股票的大多数出售是为了控制利息以使它们能在有利的市场兑现，并改变企业的财政（当新的货币用于经营时，它经常通过优先股的销售而实现）。这个活动遵循着一个良好的模式，然而依证券市场的性质，其必然会给公众带来许多损失和失望。危险来自被供给资金的企业的特点和使得筹措资金成为可能的市场条件。

在本世纪早期，我们最主要的公司的大部分

被引入公共贸易。随着时间的流逝，仍然紧紧持有证券的环公司的数目在逐渐减少，因而原始普通股的创建已经趋向于越来越集中在相当小的企业。作为一个不幸的关联，在同一时期，股票购买者已经形成了对大公司的根深蒂固的偏好和对小公司的相同的偏见。这个偏见，像许多其他的偏见一样，随着牛市的逐步建立而趋向于减弱；普通股带来的大且迅速的利润足以钝化公众的批评。而且，在这期间，可以发现相当多的私人企业取得了辉煌的成就。

当这些因素被放在一起时，出现了下面的结果：在牛市中期的某个时候，第一个普通股的筹资出现了。这种股票的定价毫无吸引力，但是被早期证券的购买者创造了较大的利润。市场的继续上升，这种融资方式便经常产生；公司的质量不断地变差，要价近于过分。牛市接拍询问的非常可靠的信号是：小且难以归类的公司的新普通股，以稍高于许多具有长期市场历史的中等公司股票的价格发行（应该补充的是，这种普通股融资很少是由具有最佳规模和声誉的银行来实施的）。

公众的阻力和销售组织情愿任何可能有利可图的商品，只能有一个原因：价格崩溃。在许多情况下，新证券将损失它们发行价的75%或更多。以

前的事实更坏，这个事实是，在牛市的询问，公众对那些随意购买的每一种类型的小证券都非常厌恶。这些证券的大多数都下跌到低于它们的实际价值，其程度与以前出售时所高出的程度相对称。

对聪明的投资者的一个基本要求，就是要有能力来抵抗那些在牛市期间出售新普通股的证券销售商的哄诱。即使通过严格的测试能够辩明一两种股票的质量和价值，但是搅和在这种业务中仍可能是一个坏的策略。当然，销售商将会指出这种证券有相当好的市场前景，包括某些证券在出售当天就诱人地上升，但所有这些只是投机气氛的一部分。此时，花钱很容易。对于你按这种方式动作的每一美元，如果结束时仅亏损两美元，你将是幸运的。

几年以后，当没人需要这些证券，即它们只能按实际价值的很小比例出售时，购买它们才是正确的。

然而，从1949年起，更广泛的股市行为并未有助于使他们的分析以长期经验为基础，新普通股筹资的继续完全与老的规定相一致。现在值得怀疑的是，我们在过去是否曾经以那样低的质量发行如此多的新证券，并且遭受了那样剧烈的价格崩溃，如同我们在1960年至1962年所经历的那样。股票市场总体所具有的迅速从灾难中解脱的能力的确是

一个不寻常的现象，它将人们带回到已被长期埋葬的记忆中，即在1925年佛罗里达不动产大崩溃中，它所显示的类似的避难能力。

在目前的牛市最后结束之前，新股票发行的疯狂性一定会有回报吗？谁知道呢！但我的确知道一个聪明的投资者将不会忘记1962年发生了什么，它使其他投资者在这个区域迅速得到后续的利润，随后经历痛苦的亏损。

一个可怕的案例

如果在这里更详细地引用一个“痛苦的例子”，我认为这地新普通股发行的未来态度产生有益的影响。这个例子取自标准.普尔《股票指南》的第一页，它用极端的方式说明了1960年至1962年股票筹资的显著弱点，由于在市场上给予它们太高的定价，结果造成崩溃。

在1961年11月，15.4万股埃特纳.缅因特纳斯公司普通股以9美元价格出售给公众，并且很快升到15美元。在融资前，每股净资产大约为1.20美元，但收到新股份的货币后，每股净资产上升到略高于3美元。

在融资前的销售和收益是：

终止年月 销售额（美元） 普通股净资产（美元） 每股收益（美元）

1961年6月 3615000 187000 0.69
1960年6月(注a) 1527000 25000 0.09
1959年12月 2215000 48000 0.17
1958年12月 1389000 16000 0.06
1957年12月 1083000 21000 0.07
1956年12月 1003000 2000 0.01
a. 代表6个月

在融资后的销售和收益是：
1962年6月 4234000 149000 0.36
1963年6月 4681000 （延期）42000 （延期）0.11

1962年，该股价格下跌到2.375美元，在1964年以0.875美元的低价出售。在此期间没有支付红利。

>>>>7. 进攻型投资者的组合策略：正面方法

一句传统的华尔街格言说："决不买进一场诉讼。"它正确地告诉投机者们，对于所持股票要迅速寻求市场。

进攻型投资者的活动特征可以被概括为以下四点：

（1）低价购买，高价出售；
（2）谨慎选择成长股；

（3）廉价购买各类衍生证券；
（4）购买“特别地位”。
一般市场策略方案的时效
在第2章，我们简略地讨论了进入萧条市场策略和退出暴涨市场策略的可能性和量限性。在过去许多年中，这种闪光的有价值的思想显得既简单又易行。最初的市场调查图包含了它的周期波动。我们已经遗憾地看到在过去15年中，市场作用本身未提供操作的严密根据。已经发生的波动，在范围上是不可取的，这要求读者有一种特别的才能或“感觉”，以利用它们从事交易活动。这是与读者所想像的智能相当不同的东西，因此我们必须排除只根据参考条件的这种技术操作。
我在第5章中提供给防御型投资者的50：50的方法，是我能够介绍处于1964年形式之下的所有投资者的最明确或最自动的公式。对于普通股，我保留了25%－75%宽阔的余地。我认为，它对于在既具有风险又具有吸引力的一般市场水平上的投资者来说，有着较强的说服力。大约10年前，非常详细地用一些明确的公式讨论变更所持普通股的百分比公式是可能的，可以相信这些方法具有实际的效用。（注1）这个时期似乎过去得并不遥远，几乎没有必要采用1949年以来买卖的市场模型新标

准。因为时期太短而不能对将来提供可靠的指导经验。（注2）

对成长股的讨论

每一个投资者都愿意选择一年中平均业绩更好的公司股票。一个成长股可以被定义为这样的股票，这在过去已经做了这个，在将来被期望做那个。（注3）因此，它似乎仅在逻辑上是聪明的投资者全神贯注的选择。实际上，当我们试图就此进

注1. 参见Lucie Tomlinson《成功投资的实用公式》，Sidney Cotle 和 WT Whitman《投资时间选择：（公式）研究》，均于1953出版。

注2. 但是，某种买卖方法应用于个体结果或群体结果仍显示是可行的和有益的。

注3. 仅仅是因为它的投资者期望它在未来表现出众，但业绩平平而未陷入困境的公司不能称为“成长型公司”或“成长股”，它只是一个“有希望的公司”。

行说明时，事情更复杂。

过去，如何判定超过平均业绩的公司仅仅是统计上的琐事，投资者可以从经纪人那里获得50家或100家这样的企业目录。在目录中，他将不仅获得15个或20个最有希望的公司，而且他还有了保证股票成功的策略。

这个简单的思想有两重含义：第一，有良好业绩和前景看好的普通股应在合适的高价卖出。投资者也许多股票前景的判断是正确的，但未有好的收获，这只是因为他为所期望的繁荣已选项倾囊付出。第二，他对未来的判断也许是错误的，迅速成长的股票通常不能持续长久。

当一个公司已经有了辉煌扩展的业绩，其规模越大，重温以往的辉煌就越困难，达到某个点以后，增长曲线将趋缓变平，许多情况下它将转而向下。

在第12章，我将给出一些例子，说明投资成长股所面临的风险的两面性。显然，人们很容易局限于自己为数不多的例证，他们找到有关例子，来认证在成长股领域财富速得瞬失。这里，人们怎样才能正确地判定全部结果呢？我认为完全可以通过对成长股的专项投资结果的研究来大致推断。续约证券交易所成员亚瑟.威森克格公司每年出版一册的《投资公司》，在这方面的研究是很权威的，书中计算了大约20家这种成长股资金一年以上的走势。

第10章表24概述了1962年至1963年和1954的至1963年间的结果，表明所有成长股和为数众多的500种非标准的股票一样。

1954年至1963年（注1）的10年间，23种

被划为“成长”的股票平均总获利为270%；普通股获利占44%，价格增加226%。预测认为再投资还会有同样的股利。这就是它本身的出色表现，但是，它令人难忘的印象被同期为数众多的非标准股票总计增长278%和其中75%来自定期股利的表现冲淡了。如果我们认为这种股利在10年中有45%以上用于再投资，那么我们认为这种股利在10年中有45%以上用于再投资，那么非标准股票的增益将增长318%。实际上10年里23种成长股中只有5种比起非标准股票可比较的部分表现更出色。这预示着地成长型公司各项投资的回报与通常的普通股比较并不突出。

根本没有理由认为，一般的聪明的投资者只要认出更多的努力，就能够获得比专门的投资公司更好的结果。的确，在操作时，这些组织比你有更多的头脑，更好的研究手段。在此，我劝告进攻型投资者不要投资于一般的成长股，尽管这类股票公认有良好的前景，有高于20%的市盈率（对于防御型投资者，我建议购买价上限为过去7年平均收益的25倍。在大多数情况下，两者规范大致是相等的）。

成长股作为一个等级的显著特点，是它们市场价格宽范围的波动性。这适用于最大的和最悠久

的公司，例如通用电气和国际商业机器公司，甚至包括多数较新的和较小的成功的公司。它们说明了我们的命运，即1949年以来股票市场的主要特征已在绝大多数取得辉煌成绩的公司股票中加进了投机的因素。这些公司有高的投资率（它们的长期信用最佳，支付低的贷款利率），其投资规模在数年内可以不变；其股票的

注1. 译者注：原文是1953年，显然有误。

风险性依赖于股票市场所发生的情况，公众对它产生的热情越高，与它的收益相比它上涨得越快，作为一种投资对象它的风险就越大。

然而它是不确切的。读者会问，真正来自普通股的大的财富，是那些对公司未来抱有信心而在早年进行了实质性投资的人获得的吗？当它们的价值增长了100倍或更多时，他们还应坚定地持有这些原始股票吗？回答是肯定的。但是来自单个公司的因投资而获得的大的财富几乎都是和这种公司有密切关系的人实现的，如员工，家庭成员等等，他们有充分的理由，通过一种媒介安置一部分资源，在所有变动中持有它们，并置高价时卖光它们的大多数的诱惑于不顾。一个没有这种密切的个人关系的投资者时常被迫面对的问题：他的一部分资金投在这个媒介中是否太大。每次价格下跌，尽管是暂

时的，都将再一次强调这个问题。内外的压力多半迫使他捕捉似乎是可观的利润，而实际所得远比应得的要少。（注1）

进攻性投资：三个推荐领域

在长期活动中，要想获得比平均水平更好的投资结果，需要持有一种选择双倍价值的操作策略：（1）它必须不同于被大多数投资者或投机者追随的策略。我的经验和研究导出了三个符合上述要求的投资途径。它们之间区别相当大，第一种都需要不同

注1. 有流传两个世界的箴言劝告卖者：“没有树长到天上”：“一头牛可以赚钱，一只熊可以赚钱，一头猪决不会赚钱。”

类型的知识，以及就分析它们的那些人而言不同的气质。

如果我们承认由于普通股显示了优良的成长性和一些其他原因构成的迷人之处，过高估价普通股是市场习惯，那么逻辑上过低估价就是预料之中的————至少比较而言————因为一时发展活力不令人满意，公司将会失宠。这也许是股票市场存在的一条基本规律，这揭示了一种可以证明是最保守和最有希望的投资途径。

关键的要求是进攻型投资者要全神贯注于正

经历不引人注意时期的大公司。当小公司也许因为类似的原因被过低估价，并且在许多情况下，也许过后它们的收益和股份增长时，它们便承担盈利能力最后丧失的危险以及不管是否有更好的收益而被市场长期忽略的危险。大公司比较以下有双重的优势：第一，它们有资本资源和智力资源帮助它们渡过不幸，恢复到令人满意的收益基值；第二，市场对它们任何改善的表现多半有适度敏感的反应。

该结论是在对道.琼斯工业平均指数冷门证券价格行为的研究中发现的。这些研究是假定以每年按现在或以往年收益的最低售价购入道.琼斯的6种或10种证券为前提的。在目录上，这些可以被称作“最便宜”的股票。它们的便宜是对投资者或交易者相对不热心的明显的反应。据认为购买者持有1～5年后将会卖出，这些投资结果与道.琼斯工业平均指数作为一个整体以及最高增值（即最热门）板块所显示的结果形成比较关系。

我们已经有效地占有了每年购买结果的详细资料，追踪了过去45年每年的情况。早期，1917年至1933年，这些资料显示无利润，但自1933年始，资料显示了非常成功的结果。在由Drexel & Compary一年支持一次（1936年至1962年）的26项调查分析中，便宜的股票只是在1种情况下比

道.琼斯工业平均指数差，在8种情况下是相同的；在其中的18年里便宜的股票明显胜过平均情况。和道.琼斯股票以及10种高价股票比较，表17显示了连续5年时间的平均结果，表明了低价段有一致的更好的表现。

表17 1937～1962年每年平均盈亏百分比

时期	10种低增值股票	10种高增值股票	30种道.琼斯股票
1937～1942年	－2.2	－10.0	－6.3
1943～1947年	17.3	8.3	14.9
1948～1952年	16.4	4.6	9.9
1953～1957年	20.9	10.0	13.7
1958～1962年	10.2	－3.3	3.6

Drexel的计算进一步表明，在1936年将1万美元原始投资放在低价股票上，按以上比率变动，即1962年将增长到11.92万美元。在高价股票期投入同样的钱，只获得1.08万美元；道.琼斯30种原始股票投资将增长到3.5万美元或6.1万美元。（注1）

类同的以及相同的一般结果的比较，见于1966年6、7月出版的《财政分析》杂志。作者S.法兰西斯.尼科尔森，常使

注1．　第一种情况中，每次发行购买同量的股

票，相当于道.琼斯预先估计的方法；第二种情况中，同量的钱投放在每年每种证券上。第二种途径显示的更好的结果说明低价的道.琼斯股票明显优越于高价的股票。

用他的“全球100种”可信赖的投资质量股票。1939年至1959年期间，每5年改变一次选择，结果显示20种最低价股的投资者胜过20种最高价股投资者1～3倍。

我不能说这种简单的股票选择方法在将来是否还会有参考意义，然而我能信息地推荐这个一般的途径，因为它完全是有道理的，既含有当代投机热情，又以过去给人强烈印象的成就记录为依据。

廉价证券的购买

我对廉价证券的定义为：它是一种建立在事实分析的基础上，表现出持有比出售更有价值的证券。它包括债券和以相当低价出售的优先股以及普通股。哪一种股票会符合这个定义而不存在大的矛盾呢？廉价股怎样上市才好呢？投资者是如何从中获利的呢？

发现廉价的普通股有两种方法：一是通过我提供的评价方法。这种方法我将在第10章详加论述。值得注意的是，这种方法依赖于大量的有关未来收益和增值的统计，这些都要通过特别发表的可

用数据来实现。如果价值完全超过市场价格，并且投资者有利用技术的自信，那么他可以把这种股票看作是廉价的。第二种方法是对一个私人企业价值进行测验。这种价值常常首先取决于所期望的未来收益，其结果也许完全和第一种方法相同。第二种方法把更多的注意力放在实际的资产价值上，特别强调净流动资产或流动资本。

通过这些标准来衡量，当市场处于低价位时，大比例的普通股便是廉价股（一个典型的例子是通用汽车股票，当1941年它以低于30美元出售时，仅相当于1964年的5美元。获益一直超过4美元，并支持3.5美元或更多的红利）。的确，现行的收益和近期的前景也许都差，但对未来平均情况的稳健的评价却预示着其价值远超过现行支配价格。因此，有勇气的明智的人在萧条的市场上不仅用经验来证明自己，而且采用合理的价值分析方法去辨识真伪。

因股票循环出现廉价所产生的市场，说明几乎完全相同的市场水准中有许多独特的廉价股的存在。市场喜欢将山头平成鼹鼠丘，将普通的起伏夸张成较大的盛衰，甚至仅仅因为缺乏兴趣或热情也会迫使价格降到荒谬的低水平。因此，我们观察股票价值是否低估有两个主要的来源：（1）确切的

令人失望的结果；（2）长期被忽视、误解或受冷落。

但是，如果考虑到个股的独特性，这两点都不能被依赖为成功的普通股的投资指南。是否能确定现行令人失望的结果只是暂时的？当然，我能够提供所发生的突出的例子。钢铁股票通常在循环涨落上是有名的，灵敏的投资者，在低价时能吸纳它们，在有良好利润的繁荣期出售它们。一个更近的和值得一看的例子是由克莱斯勒公司提供的（见表18）。

如果这是投票收益变动的标准行为，那么股票市场上赚取利润将是一件容易的事。不幸的是，我们能够引证许多在收益和价格上衰退的例子。一个例子是Anaconda Wire和Cable，到1956年它有大的收益，有85美元的高价，然后收益异常地衰弱了6年；1962年价格落到23.5美元；随后在33美元时被它的母公司（Anaconda Corporation）接替。

表18 1952～1963年克莱斯勒普通股收益和价格

（以美元为单位）

年份 收益/股 高（H）或低（L）价 价格/收益

1952年 9.04 H98 10.8
1954年 2.13 L56 26.2
1955年 11.09 H101.5 8.8
1956年 2.29 L52（1957年） 22.9
1957年 13.75 H82
1958年 （延期）3.88L44
1963年 17.006 H199.5（注b） 11.6

a. 1962年低到37.5 b. 考虑股票分割金额较小。

类似的许多经验告诉投资者，在作购买决策时，仅仅根据收益和价格减少的信息是不够的。较低收益值不总是出现在利润的退步上，大公司股票的购买对于我们似乎是一台测深机的操作。这在克莱斯勒无疑将排除大多数赚钱的机会，因为在糟糕的年头，收益比价格落得更多，所以市盈率（D/E）增长了（见表18）。但是我对读者保证————无疑是一再重申————在“后视利润”和“实际货币利润”之间存在完全不同的区别。我确定怀疑像克莱斯勒一类颠簸的航船对于进攻性投资者的操作是否是合适的例子。

前几页我们提到“长期被忽视、误解或受冷落”是价格落到不寻常低水平的第二个原因。一个好的例子是北太平洋公司的股票，它在1946年至

1947年间从36美元降到13.5美元。在第12章中，将表明北太平洋公司1947年每股盈利10美元。它的股价大部分是被它的1美元的红利抑制了，它的被忽视还因为它大部分收益为铁路特殊的记账方法隐蔽了。

这类能够非常容易鉴定的廉价股，是一种出售价比其所代表的公司净流动资本少的普通股，在扣除所有重要债务之后，它意味着购买者根本不用为建筑、机器等固定资产或任何也许存在的高商誉进行支付。几乎没有公司能证明哪种做法比运用较少资本进行管理更有价值，虽然也许能发现零散的例子。令人惊异的是，那么多的企业具有在市场上被评价为廉价的根据。1957年发表的材料表明，当时市场平均价格水平不低，例如普通股在150美元。表19概述了1957年12月购买的结果，表上85家公司的每种股票都来自“标准.普尔每月股票指导“，持有2年。

表19 1957～1959年低估价价值股票的利润（以美元为单位）

市场设定 公司数量 每股流动资产总净值 1957年12月 1959年12月

总价格 总价格

纽约区域 35 748 419 838

美洲区域 25 495 289 492
中西部区域 5 163 87 141
其他 20 425 288 433
总计 85 1831 1083 1904

巧合的是，两年中每组在每股流动资产总净值上都提高了。这一期间全部持有的证券有75％赚钱，相反标准.普尔的425种工业股赚钱的是50％。更值得注意的是，没有一种股票发生重大损失，7种大约持平，78种有相当多的利益。

这类建立在各种基准上的投资选择，在1957年以前许多年都是被看好的。或许能断言它构成了一种可信赖的测定盈利和低价时获利的方法。不幸的是，从1964年开始，这个比例受到极大限制。此时，仍在其流动资本价值以下卖出的某些股票一直被报告亏损，尽管还存在普遍的繁荣（例如Publicker工业股）。投资者通常不买进这种具有负面收益形象的股票，甚至认为它还会高速地下跌，除非有某种特别好的理由，预期未来形势逆转，或被另一家公司接管。在后一种情况下，他应能完全确信至少能获取与股价相等的流通资产净值。

现在来讨论一下中等公司廉价股模式。我对中等公司的定义为：它是一个比较重要的工业部门但不是领头的公司。例如，它通常在有关的领域是

较小的公司，但也许在不重要的行业中与领头的公司起一样的作用。除此之外，任何拥有成长股的公司通常都不被考虑为“中等”。

1920年大牛市中，一些几乎无名气但有相当规模的股票在工业领头股和其他行业股票中脱颖而出。公司感觉到一个中等规模的公司有足够的力量来应付暴风雨天气，并且比大规模的公司更有机会获取惊人的扩展。但是在1931年至1933年的萧条中，在规模上或天生具有稳定性方面排在前列的公司受到了特别严重的打击。作为经验的总结，投资者在工业领导股和大多数时间里不被关心的普通中等公司之间作出了断然的选择。这意味着投资者通常在后者价格相对低于其收益和资产时卖出，也意味着在将来许多情况下，该股价格的下降将使它进入廉价股的行列。

当投资者舍弃中等公司股票时，就使它们的卖价达到相当低的程度。他们压低了一种信用，害怕这样的公司将面对暗淡的前景。事实上，至少在潜意识上，他们预计到，任何价值对于它们都显得太高了，因为它们将趋于消亡，就像1929年“蓝色切片”理论指南所说，它们不应有太高的价格，它们的将来是不可预测的。这些观点被张扬并且产生了严重的投资错误。实际上，典型的中等规模公

司是比一般私人企业大的公司。说不出这样的公司在遭遇了经济周期的影响后，全部收益尚不足投入的资本而能继续运作的理由。

这种简单的批评说明，对于中等公司股票市场情况的反映是不切实际的，并因此造成多数时间里低估其价值的无数例子。战时和战后的繁荣对较小的公司比较大的公司更有益，因为这是卖方的竞争暂时停止，较小的公司扩大销售，可实现更多的利润。如到1946年，与战前比较，市场形势完全被颠倒过来。道.琼斯工业平均指数中的领头股从1938年末到1946年仅提高40%，标准.普尔指数中的低价股同期迅速上升不少于280%。投机者和许多有个性的投资者（在股市有名的短期炒作的人）渴望买进夸张价格下不重要公司的新旧股票。钏摆明显摆到对面的位置。先前最大部分的中等公司的股票，现在恰好成为最大量过热的和高估价格的例子。1962年，这个现象从不同的方面被重现——————重点投资在比中等公司少的小公司新提供的股票上。

如果中等公司股票的一般趋势是低估，投资者通过这种趋势怎样才有希望获利呢？对这个问题的回答有些复杂。购买廉价的中等公司股票，其利润因各种方法产生：（1）收到的股利率。（2）相

对购买价格并最终影响价格的再投资的可观收益，在5——7年中，在良好的上等股票中，这些利益能积累得相当大。（3）牛市对廉价股通常是最慷慨的，它将把典型的廉价股至少提高到一个适合的价格水平。（4）即使在相对平凡的市场中，持续的价格调整过程仍在进行，此时，中等公司的被低估的股价也许至少升到它们典型的一般的安全水平。（5）许多情况下，由于令人失望的收益记录所造成的特别因素，可能因新状态的出现，或因采取新的政策，或因一个管理的机会而被修改。

廉价证券包括债券和相对于它们内在价值低价出售的优先股。说每一个低价证券都是廉价的，这完全不真实。无疑，业余的投资者应接受劝告完全避开这些不真实的廉价股，因为它们容易转换成原本的价格。在这个领域，一种潜在的市场萧条的趋势被夸张了；因此，这一类证券作为一个整体，对于人们进行认真的有勇气的分析，提供了一个特别有益的刺激。在这一领域，在1948年结束后的10年里，10亿元未近期兑现的铁路债券呈现出许多惊人的机会，这样的机会自那里起已经很少了。

特别情况的处理

近些年，典型的“特别情况”产生于较小公司被较大公司兼并的增长数量，它作为结果多样化

的福音已经被愈来愈多的管理者听取。对于一个企业来说，与其从头开始一场新的冒险，倒不如在这个领域兼存既存的公司。为了造成这种兼并的可能性，并获利小公司大多数股东的同意，它必须提供一种明显高于现行水平的价格。因此，法人组织的建议会在这个领域里给人们一直提供创造利润机会的兴趣，并以它足够的经验指导人们如何获得较丰厚的利润。

要给出以上观察的更多方法，得让我概述一下由福特公司获得的美国纤维胶公司大部分资产的一种特别情况。

1962年10月，美国纤维胶公司同意出售它持有的资产给斯陶弗化学公司，但受到美国司法部反对，计划被搁置了。1963年，由福特公司作为一个新方案，将价格提高一些，这样，美国纤维胶股票卖到约60美元；1962年支付2美元此时就可获利2.95美元。如果第二个方案做成，这个公司被购并————显示根据计划————可以预先计算到，股东会得到一笔上涨了80％的以现金计算的股票并外加纤维胶公司持有的蒙桑托化学公司股票。在这种股价下，预示着有30％的利润，存在着长期滞付和计划不完全的可能性。

1963年5月，这个售价被股东认可，然而司

法部重申反托拉斯的立场。该股票的价格在先前被提高之后，回落到它的低点。7月，美国地方法院支持这次出售，高等法院接着在8月拒绝采取反对的行动，这个计划最终得以实现。11月，美国纤维胶公司出售股票的现价（用现金购买）和蒙桑托股票联合价值约82美元，年底时非上市股票卖到88.75美元。

因此，对于那些在1月买进并在12月卖出的人来说，这种“套利”产生了40％的利润。它不是凭借“开和关”的操作；如果是的，预示着利润将会减少。提供思考的关键是，这种经营决策在资产实际价值方面要实现股东利润，这些资产价值比长期占优势的市场价格要高。这种情况是由所报告的收益、股利率和不引人注目的增长记录建立起来的。最初斯陶弗公司收购之所以失败，是因为被收购公司能找到出价更高的买者。这些事实有力地说明，对于销售或清算来说，低于75％价格的股票的购买几乎真正的风险，即使福特公司的操作被反托拉斯行动所阻止，第三个买者出现也是可能的。在这个大公司寻求多样化经营的时期，大公司和纤维胶公司将完全是非竞争关系，可以使第三种方案免受司法的攻击。

聪明的投资者，通过对破产的铁路债券的购

买，得到了大量货币，并不是许多年前的事情，他们知道当铁路债券最终被承认时，其价值比购买成本高得多。在改造计划宣布之后，为一种新证券“定时发行”的市场出现了，这些股票因而几乎不会比能交易的老证券卖价高。尽管存在着计划不完全或未预料的耽搁危险，然而总体上证明这种“套利操作”有高利润。

依据1933年的法律，相似的机会产生在公用事业控股公司的终止上。几乎所有这些企业从控股公司转成分立的公司，其股票价值都有增长。

这里第一位的因素是低估价值证券的市场安全性的变动问题。这类证券涉及各种复杂的法律程序。一句传统的华尔街格言：“决不买进一场诉讼。”它正确地告诉投机者们，对于所持股票要迅速寻求市场。受此影响，一般公众必定会采取创造证券廉价机会的行动，因为对它们的偏见，会使他们的价格被压得过低。

特别情况的开发是一种专门的投资技术，这种技术需要一些非同寻常的知识和设施，或许只有一小部分进攻型投资者可能掌握它。这本书不对它复杂的内容详加介绍。

投资规则的广泛应用

这里已经被发展的投资策略，首先信赖于投

资者对防御或进攻角色的选择。进攻型投资者必须有相当多的证券价格的知识，以足够保证如同商业企业一样看待他的证券买卖。这里不会有中间的立场或给在防御与进攻之间徘徊的人以空间。许多情况下，大多数投资者置自己于中间立场。按照我的意见，这种折衷最可能产生失望而不是成功。

作为投资者，你不可能完全变成“半个商人”，但你的资金可以预期获得商业平均利润率的一半。

它来自这样的原则：绝大部分证券拥有者会持防御策略，他们没有时间、决心或思想准备，像类似的商业活动一样从事投资。因此，他们将有理由满意由于过去所持防御型证券所获得的相当的收益，并且他们会坚决抵抗周期诱惑去增加他们的收益。

进攻型投资者完全可以从事任何证券操作，他具有足够的训练和知识，并且这种操作完全可以满足所建立的商业标准规范。

在我对这类投资者的介绍和忠告中，不得不试图应用这样的商业标准。对于那些防御型投资者，我已经从安全、选择便利和满意结果的合约三方面，不仅从心理学，而且从算术上，作了大量的介绍。这种标准的使用将导致我把推荐投资的许多

证券排除出这个领域，而各类投资者一般认为这类证券是适于投资的。

让我们考虑一下比以前的这些排除所包含的更多的情况。我认为“足价”购买证券有三个重要范畴：（1）外国债券；（2）普通的优先股；（3）次级的普通股，当然包括原始发行的证券。所谓“足价”，意指其价格接近债券或优先股的标准价格，以普通股情况，它表现出来企业合理的商业价值。大量的防御型投资者不管价格如何而使这些范畴失败；进攻型投资者仅在廉价时购买它们，我定义它不高于这种证券所代表的资产价值1/3的价格。

如果所有投资者在这些事情上接受本书的指导将会发生什么呢？第6章已讨论了这个问题，我没有什么要补充的。在投资等级上，优先股将完全被公司所购买，例如保险公司，它将从所持有的优先股的特别所得税中获利。

我们的策略排除的最麻烦的影响是在次级普通股领域。如果大多数投资者持防御的策略，根本不买这些证券，这个领域可能的买者就受到严重的限制。更进一步，如果进攻型投资者仅在廉价水平购买它们，那么这些证券卖价将注定低于其真实的价值，除非它们被不理智的购买。

这也许是严酷的，甚至是不太道德的，可作为事实，我们仅仅承认这个领域在过去35年的大部分时间里所发生的事情。大部分次级证券，波动于中心略低于它们真实价值的价格。时常它们达到甚至超过其价值，但这发生在牛市上，此时，实际经验教训会告诉人们支付给普通股流行的价格。

所以，我只是建议进攻型投资者要认识到这个生活中的事实，进取性投资是靠次级证券过活的，它们接受市场中心价格水平，这种价格通常是指导他们购买证券的价格。

但是，这里存在着似是而非的问题，一般优先的次级公司也许完全与一般的工业领头公司一样有希望。由于较小的公司缺乏固有的稳定性，它也许就会创造出依靠增长的可能性。因此，对许多读者来说，它可以不合逻辑地形成对充满“企业价值”的次级证券的所谓“非理性”购买。我认为最有力的逻辑是经验，历史最终清楚地表明，投资者可以凭经验预期满意的结果。一般地说，作为次级普通股，私人所有者只购买价格低于其价值的。价格低于其价值，这就是廉价的标准。

最后对普通的“外界”投资者说几句。能控制次级公司的人，或拥有部分控制力的人，按同样的策略购买股票完全是理所当然的，有如他投资一

家“封闭公司”或其他私人企业一样，地位之间和相关联的投资策略之间的差异、内部人和外部人的之间的差异变得更重要，而企业本身的差异变得不太重要了。一个独立公司的股票在一般价值上与控股集团的股票一样大，这是一流的或领头公司的一个基本特征。次级公司分立股票的一般市场价值实质上低于控股集团的股票。因为在这方面，股东与管理者的关系问题以及内部股东与外部股东之间的关系问题，次级公司比起一流公司来变得更重要，争论也更多。这方面内容将构成后面的章节。

在第5章末尾，本书介绍了造成在一流公司与次级公司之间不容变通的差异的困难，许多普通股在这个范围内可以完全呈现出中间价格行为。一个以相对它潜在的或评估的价值少有折扣的价格买入的证券，不是不合逻辑的，理论上它离一流公司仅有很小的距离，并且在不太远的将来，它可以获得无限制的等级。

因此，一流公司与次级公司证券之间的差异不需要分得太清晰，否则，质量上一点小的差别就会在价格确定上带来大的不同。据此，我认可在普通股等级上持中间立场，虽然我在投资者策略选择上反对持中间立场。对于这种显而易见的矛盾，我的理由如下：对于一类证券的不确定的观点不会带

来大的损失，因为这种情况是例外的，并且在紧急关头并无大量的交易。投资者对防御还是进攻的策略选择主要取决于自己。在进行这种基本决策时，错误和折衷是不被允许的。

>>>>第二篇 股票选择的原则

>>>>8. 非专业投资者如何分析证券：一般方法

我可以肯定，如果有100个从事证券分析的人被分配做这一项工作，那么很少会发生相同的选择，许多人相互之间有完全不同的意见。

财务分析现在被及时地建立起来，并成为流行的职业，或第二职业。由各种财务分析者协会组成的美元联邦财务分析者协会拥有的成员已经超过8000人，其中大部分靠这种专门的脑力劳动为生。这些年，有一种趋势，“证券分析”这个一般概念被“财务分析”所代替。在华尔街，后者也许有更广泛的联系，并且就描述最微观分析来说更合适。财务分析者通常认为证券分析太多地局限在股票和证券的考察和评估上，而财务分析本身不仅包括这些工作，还加上投资政策（证券选择）决定，加上大量的一般的经济分析。（注１）这一章，我将尽可能使用最合适的名称，主要强调证券分析者本身的工作。

注1. 见由Graham. David L. Dodd，Sidney Cottle和Charles Tatham所著的教科书《证券分析》（NcGraw-Hill第四版，1963年）。该版保持

了1934年的名称，包括财务分析的大部分内容。

证券分析者处理过去、现在和将来任何给定的发行的证券，也描述商情；他概述它的操作结果和财务状况；他预测将来它涨落的高点和低点，它的可能性和危险；他估计它将来在各种假定情况下的收益能力，或作一种“最好的推断”。他详加比较各类公司或相同公司在各个时期的业绩。最后，他对证券的安全性表示意见，不论它是一种债券还是达到投资标准的优先股；他还对普通股购买力的魅力发表意见。

在做所有这些事情时，证券分析者利用许多技术，从简单的到最深奥的。他可以完全修正公司每年发表的报告上的数字，即使它们具有职业会计师的印章，他特别注意这些比实际说的更多或更少的报告。

证券分析者发展和应用了安全标准，由此他能推断一个给定的债券或优先股是否具有足够的投资购买的合理性。这些标准关系着最初到最后的收益，也和资本结构、流动资本、资产价值及其他事项有关。

在对普通股的处理中，证券分析者直到最近才有很少的像债券和优先股一样成熟的可应用的安全标准。多数时间，他满足于过去情况的摘要，对

未来多少有些一般的预测————下一年度的12月特别重要————和相当任意的推断。后者是并仍然是经常只用一只眼睛瞄在股票行情或市场图表上。但是，近几年，对成长股价值问题的专门分析得到了更多的注意。许多这样的证券过去和现在已经卖到了如此高的价格，以致推荐它们的那些人感到有一种特别的义务，通过对不远的将来期望获取的收益十分明确的预测，提出购买依据。当然，为了支持评价成功，他们必然求助于一种相当复杂的计算技术。

稍后，我将以简略的方式介绍这些技术。这里我必须指出一种麻烦的矛盾的情况，即在那些数字计算已十分盛行的领域，人们也许认为它们最缺乏可靠性，因为对未来的预料更多地信赖于价值计算（更少地依靠过去的历史数字），就会有更多的误差和严重的错误。大部分高值成长股价值的发现，来自未来与过去情况明显不同的计划，也许本身增长率除外。今天证券分析者会发现，自己追求每个领域最大的“数学化”和“科学化”，将导致降低自己结论的准确性。

虽然如此，我们还是着手同更重要的因素一起来讨论证券分析。目前，直接针对投资者需要的是高度浓缩的处理方法，如果可能，他应该准备区

分现象分析与实质分析。

对于非专业投资者来说，证券分析可以首先从一家公司的每年年终报告的说明着手。这是一本为外行写的套装书中已涉及的内容，该书名为《年终报告的说明》（注1）。下面，让我们继续探讨投资选择的两个基本问题：安全检验公司债券的主要方法是什么？构成普通股评价的主要因素是什么？

债券分析

最可靠的并因此最受尊敬的证券分析是关于债券发行和具有投资价值的优先股安全或质量方面的分析。公司债券常使用的主要指标，是过去一些年头中所得收益与总利息相比的倍数；在优先股方面，则是收益与利息及股利之和相比的

注1. Charles MoGolrek. Harper & Row 1964

倍数。

标准的应用将随着不同的专家而变化。因为分析实际上是任意的，无法正确决定最合适的标准。1961年《证券分析》的修改版介绍了某种“平均”的标准。

a. 具有投资价值的债券

表20 介绍债券和优先股的最小“平均”

（税前收益与总固定费用的最低比率）

企业类型 过去7年平均 替代：最差年头的测量

公用事业公司 4倍 3倍

铁路 5倍 4倍

工业 7倍 5倍

零售业 5倍 4倍

b. 具有投资价值的优先股

以上相同的最低数字要求由所得税前收益与总固定费用加双倍的优先股利的比率来表示。

双倍的优先股利考虑这个事实，即优先股利不可排除所得税，而利息收入则可排除。

c. 其他种类的债券和优先股

以上给出的标准不能用在：（1）公用事业控股公司；（2）金融公司；（3）不动产公司。这些特别类型的条件在这里受到限制。

我们的基本任务仅是在一段时期内应用这些平均的结果，其他的专家也需要用每年最低平均值去思考。我赞同用一种“最差年头”的检验作为对7年平均检验的替代；对于债券或优先股，这两个标准都可以使用。

对于收益范围的分析，通常应用许多其他指标。它们包括：

企业规模。一个公司的营业规模有一个最低标准，这个标准因工业、公用事业和铁路等行业而异；就一个城镇的人口来说也有一个最低标准。

股权比率。这是低级上市股票市场价格与总账面债务的比率，或与债务加优先股的比率。这是一种粗略的安全性或“垫子”测量，是由于最初必须抵御不利发展因素的冲击而追加投资导致的。这个因素包含了企业未来前景的市场评价。

财务价值。由资产负债表显示的或评估出来的资产价值，以前用于债券发行中的安全和保护。经验表明在大多数事例中，安全依赖于收益能力，如果收益能力不充分的，资产就会丧失大部分的名誉价值，而资产价值在三类企业上保持着各自测定的很大的安全性，这三类企业是：公用事业（因为主要依靠资产投资发展）、不动产公司和投资公司。

在这点上，灵敏的投资者会问：“就过去和现在的情况来看，安全测定的可靠性如何？从实际来看，支付本利依靠未来会带来什么？”只有靠经验才能找到答案。投资历史显示，债券和优先股已经历了令人信服的安全性测定，根据过去存在的大量事例能成功判断未来的兴衰。这在大部分铁路债券上已被惊人的证明。铁路债券是一个破产或严重

亏损的灾难频繁的领域。近些年，陷入麻烦的铁路长时间负债过高，在一般的繁荣期中，显示了固定费用不适当的支出，因此会被应用精确的安全性测定的投资者排除在外，实际上受到这样测试的每一条铁路都陷入财政困窘之中。近些年，前面所说的事情被40年代和50年代初大量铁路重组的财政历史惊人地证明了。

以上观察的结果，对于公用事业，在很大程序上提供了债券投资的第二个原则：一个完全资本化的公用事业公司或系统的财务清算几乎是不可能的。由于证券与外汇管理委员会的设立，因此在大多数控股公司制度中止的同时，公用事业财政已被健全，从此破产就未听说过。30年代电力和煤气事业的财政麻烦几乎完全归因于财政越权和管理错误，在公司资本结构上留下了它们的印记。因此简单而令人信服的安全测试会警告投资者远离迟迟不偿付债务的证券。

在工业债券中，长期记录是不同的。虽然工业类作为一个整体显示了比铁路或公用事业的收益能力更好的增长性，但对于私人公司和商业企业，它则显示了较低程序的固有的稳定性。至少，在过去有充分的理由限制工业债券和优先股的购买，它不仅规模较大而且在过去显示其经不住严重经济萧

条的冲击。

1950年出现了设有延期债务的工业债券，但这个事实部分地归因于长期缺乏大的经济萧条。我并不准备建议投资者依靠这种对未来有利情况连续的模糊看法，从而在工业和其他类型债券选择上放松标准。

普通股分析

分析相对于现行价格的证券价值的理想形式，将决定证券是否是一种有吸引力的购买对象。证券的价值，通常先通过测定未来数年市场平均收益，再通过预测资本比率来发现。举一个具体的例子，一个分析者可以在1958年以相对于过去平均2.73美元的收益，预测通用汽车公司将来每股收益约为3.50美元。如果他使用一个“13”标准倍数到这些期望收益上，将获得现价45美元，与此相对应，那年的平均价格是43美元，低价是34美元。在1958年低价格水平上，他将称这种股票价格“低估”了（但他几乎不能预料它的总净收益在1963年达到1.6亿美元的记录，每股收益5.5美元，1964年它的价格高达102美元）。

但是证券分析者测定将来市场收益和适当的资本化率的方法是什么？在两种测定中，没有有利的神赐的启示使他成为一个预言家。作为一个可怜

的替代，他求助于三方面资料：过去公司的记录，已知的并一般公认的影响将来的因素，由“专家鉴定报告”所引证的有关事项。

事实的陈述问题密切地依靠过去的记录。在那么做时，他有一个合理的逻辑，如果一般记录的收益能完全依赖债券安全的测定，它们必须在典型情况中对普通股一般的收益提供一个通用的线索，甚至过去平均收益在将来将重复的相当粗糙的假设，也比一些由乐观主义或悲观主义气氛所带来的其他数字更可以成为发现价值的可靠基础。但是，最好的未来收益预测方式，或许是把过去的数字、细心的研究以及现在商业活动的方方面面全都置之度外————对于忙碌的证券分析者，这是一个很少利用的方法，他必须用一部分知识来使许多公司得到满足。

证券分析者那么勤勉地专心于研究和整理过去数字的理由，主要是在那里证券分析者受到激发。有了它们，他才处在坚实的基础上。他能计算比率，指出趋势，甚至不予考虑会计师提交的正确的收入账项目，除非这个项目有助于“正常收益力”的全面分析。胜任的分析者主要应体现出在给定的情况下，区别数字和因素重要与不重要的能力。

收益能力的预测

预测将来收益能力的标准程度，通常是从过去实物数量。正常价格、营业毛利的一般资料开始，到将来用美元的交易被设计在超出原水平的价格、数量变动的假定基础上。它首先是对国民生产总会的一般经济预测，其次是对工业和公司的问题作专门的适当的预测。

这个方法的意义可以使用1959年出版的书及最新得到的结果来说明。《价值曲线》作为一种投资指南，通过以上概述的方法对将来收益和股利作出预测，并根据过去某种关系，对每个证券使用评价的公式来推断“价格可能性”数量。在第10章表25和表26中，我复制了1959年作出的对1962年至1964年的预测，并且与1963年实际实现的收益、股利和平均的市场价值相比较。

在这个例子中，可以看到所预料的收益和股利有太高的人民币，但是这种过于乐观的倾向完全被比1963年实际发生的市场收益和股利更低的数值的预测所抵消。结果，道.琼斯30种工业股票1962年至1964年的价格可能性的总指数证明与1963年它的平均价格707美元相当接近（在这个表中，有几个1958年后得到的数字作为替代，但是它们对其后平均的价格波动没有太的影响）。

读者会注意到，一些个别的预测与后来实际情况相关太远。这是支持我的一般观点的一个例子，即集合的或成组的预测比个别公司的那些预测更可靠。也许，理想的证券分析者应该选取三或四家他最熟悉并能最大限度预知其未来走势的公司，把自己和顾客的注意力集中到他所作的预测上。不幸的是，在能够依赖的那些个别几受大错支配的那些个别预测之间事先作出区别几乎是不可能的，实际上，这正是投资基金广泛多样化经营的一个原因。的确，与其仅仅因为多样化的理由而把你的利润降到一个二流的水平，不如最好集中在你了解的一种股票上投资。但这是做不到的，因为它不能可靠地做到。（注1）广泛多样化的流行，本身就是“选择性”迷信实际被拒绝的过程，对此，华尔街不变地提供口头服务。

影响资本化率的因素

虽然将来平均收益被认为是决定价格的重要因素，但是证券分析也多少会让一定的其他因素进入报告，这些因素多数将影响它的资本率，它能依靠股票的“质量”，在广泛的范围内变动。虽然两个公司可以有相同的每股收益预期量，比如在1965年至1968年为4美元，但其价值或许一个是32美元，另一个为80美元。让我们简略地讨论一

下构成这些不同数值的因素。

（1）一般的长期前景

没有人真正知道久远的将来会发生的事情，分析者和投资

注1. 至少，大部分证券分析者和投资者做不到，除非证券分析者能预先告诉你什么公司有希望受到彻底的研究，并有实现的方便和可能。详细的讨论见Philip Fisher《普通股和非普通股利润》（Harper & Row 1960）。

者在这个问题上有明显相同的观点。这些观点反映在个别公司和工业群组市盈率之间的实质差别上。例如，1963年，道.琼斯化学公司以比石油公司更高的价格出售股票，预示着前者比后者的前景更好。这种由市场造成的差异常常有充分的根据，但当它们主要听命于过去的成就时，多半似是而非。

（2）管理

在华尔街，人们大量地经常地谈起这个问题，但对实际几乎没有真正的帮助。直到客观的、定量的、合理可靠的管理能力测定被发明和应用，这个因素才透过迷雾被看到。公平地说，一个杰出的公司会有显著的良好的管理，它显示在以往的记录中，还会显示在下一个5年的预测中，并更多地

作为影响长期前景的因素出现。在另一个时间，它会带着乐观的考虑估计它的趋势，并易导致价值的高估。我认为管理是最通常的因素，在最近发生变化的那些事例中还没有时间从实际数字上显示它的意义。

这一类型中有两个惊人事件是与克莱斯勒汽车公司相关联的。第一个事件要追溯到1922年，当时沃尔特.克莱斯勒接管了几乎重组的马克斯韦尔汽车公司，并在几年内使它成为一个大的并且有高利润的企业，同时，大量的其他汽车公司被迫停业。第二个事件发生在1962年，当时克莱斯勒已经从它曾有过的高峰持续跌落，其股票卖价降至了多年以来的最低点。随后，与统一煤炭公司联合带来的新利益取代了原来的管理，收益从1961年的每股1.24美元增加到1963年的17美元，价格从1962年38.5美元的低点提高到1963年的将近200美元的高点。（注1）

（3）财力和资本结构

拥有大量公积金并且在普通股之前没有优先股，债券的公司股票，显示比每股收益相同且有大银行贷款和选项发行证券的股票更值得购买。这种因素是存在的，并被证券分析者认真地列入报告。但是，一笔适量的债券或优先股，对于普通股不一

定是一种损害，也不是适当的周期性地使用银行信用的障碍（偶然地，资本过大的结构————普通股相对于债券和优先股太少————也许在顺利的状态下给普通股造成巨大的“投机”利润，这就是所谓的“杠杆作用”因素）。

（4）股利记录

一个最有说服力的高质量的测定是过去许多年支付股利的不间断的记录，在第13章，本书将讨论150家公司的例子，它包含30种道.琼斯工业股票，30种纽约证券交易所即NYSE工业公司的股票，30种其他交易的品种，以及60种未上市的股票，各公司股利记录的不同的确是惊人的。第二组30种未上市的证券中，包括1963年未支付股利的16种证券，仅在1960年或过后一年支付股利的10种证券，只有4家有持续4年以上支付股利的记录。通过对照，道.琼斯30种股票的每一种至少自1940年起都持续支付了股利。我认为，追溯25年或更多年份的股利记录对评估公司质量等级是一

注1.　克莱斯勒价格的激烈争论无疑部分地是由于1963年发生的两种2：1股票分割引起的一个大公司的没有先例的现象。

重要因素。的确，防御型投资者中了解这种测定的那些人限制他的购买是理所当然的。

（5）当期股利率

最后提到的因素对于应付令人满意的时尚是最困难的。幸运的是，大部分公司有所谓标准股利政策。它意味着它们平均收益约2/3用于分配，除非近期高利润和通货膨胀要求更多的资本，使这个比率相对趋于降低（对于道.琼斯股票平均价来说，1963年它是57%，全美公司平均值为66%）。在股利极为依赖于收益的地方，价格评估可以用两种方法中的任何一种，而不影响实质性的结果。例如，一个典型的次级公司预期每股收益3美元，每股股利2美元，那么这种股票可以估价为其收益的12倍或其股利的18倍，两种情况下，总价值都是36美元。

但是，数量日益增长的成长型公司正背离支付60%或更多收益给股利的以往的标准政策，公司力求通过保留几乎全部利润去扩张财力，在这个基础上来更好地为股东利益服务。这样，就提出了考虑证券细致差异的问题和要求。我将适当的股利政策这个重要问题放到后面的第15章去讨论，在那里，我把它作为管理者与股东关系的一般问题的一个部分来处理。

证券分析的其他方面

前面我已经有一点轻率地提到，证券分析者

能够从不同的方面使用和整理公司提供给他的财务资料。这个工作有重要的意义。因为，过去记录有关将来，所以用这样一种能看出真实的经营成就的方法研究记录是重要的，一些读者对证券分析这些因素的简单目录也会感兴趣。

在个别年头的研究报告中，从正式经营结果中分离出非正常发生的利润和亏损是重要的，这些非正常发生的项目有多种，可以举例如下：

1. 由于固定资产出售导致的盈利或亏损；
2. 市场上证券出售导致的盈利或亏损；
3. 到期资本发生的折价或溢价
4. 人寿保险政策的收入；
5. 退税及其利息（或相反）；
6. 诉讼成功或失败
7. 库存资产账面价值的暂时减少
8. 应收账账面价值的暂时减少；
9. 持续的非经营性财产成本。

当以上这些重要的项目被以“普通的收益”或“一般的收益”的名称包括在公司收入账上时，分析者应该将其作为非正常发生的交易而加以区分；相反，对于分公司或子公司的收益这样重要的数据，则应加进这一年的账目予以统计————如果公司没有加进它的账目。在这项工作中，这些

项目除去或附加的收入税也必须在修订的统计中除去或附加。在其他方面，一个时期的平均收益的计算，如7至8年，一般应包括所有这些非正常发生的项目的影响，因为这些项目可以作为过去长时期结果的一部分来考虑。

就折旧费和损耗费而论，收益报告有广泛的领域要研究并作出可能的调整。自我们有两种不同的标准后，可同样应用于库存品的评估————老的“较低成本市价”和新的“LIFO”（先出后进）财务结果显示，在一定的看着，公司之间按照这种或那种库存评估方法，财务结果可以有较大的差异。在1946年至1953年间，这是很重要的，但自那时以来，差异减轻了。通货膨胀如果加速出现，它会再一次变得重要，相当多的研究将不得不在账目中把这个因素认真地加以考虑。

意外准备金的储备问题有时也是非常重要的。人们通常考虑到将来的困窘，而从收益中将其任意地扣减。在珍珠港事件之后，它们频繁地出现在收益账上，给证券分析增添了复杂性（幸运的是，会计学会后来对贮存的临时费用概念发动了一次成功的清理战役）。类似这个问题的是收益报告中所得税扣除的调整。

一个好的分析结果将包括这个时期开始与结

束的资产负债表比较，这不仅将为收益报告提供重要的核查依据，而且也将揭示公司地位可能发生的重要的变化。它必须出现在收益能力的统计上。在许多情况下，过量或不足的流动资本问题是重要的。分析者在他的统计中，对属于老证券可变特权的存在和影响也将作出扣除，因为这些可以减少或摊薄普通股的收益能力。

工业股分析

由于企业一般的前景主要依赖于市场价格的建立，所以证券分析者对于工业经济形势和工业中个别公司的状态投入大量的注意就是自然的。这类研究能进行得极为详细，有时，它们能非常可贵地洞察出重要的因素。这些因素在将来是有效的但被现行市场认识不足。那种取自高度可靠因素的结论，为投资决策提供了充分的根据。

然而，我们自己的观察多少会引导我们轻视大多数对于投资者有益的工业研究的实际价值。实际发展通常和公众完全熟悉的情况是类似的，并且极大地影响市场行情。人们很少发现一家经纪公司的研究，用使人信服的一系列事实，指出一个流行的工业将率先跌落或一个不流行的工业将导致繁荣。华尔街较长时期的预计常常出错是有名的，这必定影响作为指导各种工业利润预测过程的重要研

究。

但是，我们必须承认，近些年技术迅速和普遍地发展，对于证券分析者的劳动和态度有明显影响。在将来的10年间，根据有关的新产品、新方法，分析者也许有机会来预先评价典型的公司是否会比过去有更多进步或退步。因此，通过分析者室外活动，与研究人员多交谈，并用自己的有效工作，无疑将会出现一个有希望的领域。主要来自对未来的展望而推出的投资结论具有偶然性，并且不提供目前可谁的价值。即使十分接近于依靠实际的结果并通过严肃的计算作出的价值数值，仍具有同等的偶然性。投资者不能掌握两种方法中的任何一种。人能想像并为高利润去操作，这种高利润是通过事件证明的洞察力的风险。或者，他处于保守状态，拒绝在没有把握的情况下支付更多的费用；但那时，他必须预先为以后可能出现的黄金机遇作准备。

证券分析的应用

在后面的章节中，我将提供与证券分析技术相关的例子，但它们仅仅是就有关问题进行说明而已。如果读者认为自己还不能胜任证券买卖的决策，又对这个问题有兴趣，他就应该去系统地、彻底地研究它。

>>>>9. 防御型投资者的证券选择

如果人们能准确无误地选择最好的股票，人们就会丧失多样化。在对防御型投资者建议的普通股选择的四个因素的界限内，有相当充分的自由选择的空间。从坏处想，放纵这种自由选择应该是无害的；此外，它可以使结果更有价值。

现在转向证券分析技术的一些新的应用。对于如何把投资者按投资策略划分为两个类别，我已经在一般术语中作了描述。对于我来说，现在的逻辑顺序应是讨论为了实现这些策略证券分析该如何进行。例如，按我所说的防御型投资者，将仅购买高等级的债券和各种一流的普通股，他要确定所要购买的后者价格不是太高。

在确立购买品种时，他有三个选择方向。

第一个选择，他应获得一种正确的一流证券的抽样数据，它应既包括幸运的成长型公司（该公司股票卖价特别高），也包括缺乏增长以及股份较低的公司。这样做起来，也许最简单的是通过购买相同数量的道.琼斯所有30种工业股票。每一种买5股，在890美元的平均水平上，将总计花费11600美元。（注1）在过去记录的基础上，他可以期望通过购买几种典型投资基金股份得到大体相同的结

果。

在后面，我将显示满足我们基本标准的有相当规模和长期分配股利记录的道.琼斯工业股票的各种资料。

第二个选择，是排除那些卖价相对它们现在和过去平均收益太高的证券。原因是公司具有投资品质时，高价使其证券注入了太大的投机性因素。我建议一种可能的排除指标是：价格超过7年平均收益25倍或最近12个月收益的20倍。

第三个选择，是全神贯注于那些一流的证券，由于它们相对不流行，因此卖价处在重要公司市场价以下。这在有关进攻型投资者组合策略的一章中讨论了这一途径。它以开发为目标，即它在股票市场价值低估情况下具有获取利润的可能性。由于在形成的模式中，它是一种自动的操作，因此不需要除接受并运用这一思想之外的其他个别判定。它或许主张一个防御型投资者在执行这个策略时应是自由的，如果他求助于它的话。他能够应用它，像Drexel公司研究中所做的那样，选择年终卖价相对于那年收益最低倍数的10种道.琼斯工业股票。

现在让我来说明如果防御型投资者在1964年初应用以下三个方法到道.琼斯工业股票上，其组合策略应如何使用。表21和表22给出了覆盖30种道.

琼斯工业股票的重要资料，包括1963年12月31日各种市场价格的比率（那个资料

注1. 译者注：原文似有误。

对最近的预测将是有利的，即使它们实际上不在手边）。在组合策略A、B、C中，我将说明如何就道.琼斯工业股票相对于市盈率、股利报酬、过去增长率和资产价值，进行正确的选择。

组合策略C（10种最便宜的证券），构成如下：美国烟草公司、巨蟒公司、伯利恒钢铁公司、通用汽车公司、国际收割机公司、约赫思——曼威勒公司、加利福尼亚标准石油公司、迅捷公司、联合航空公司、沃尔沃公司。

组合策略B，由以上公司加以下公司构成：联合化学公司、美国罐头公司、好时代轮胎公司、国际镍业公司、欧文斯.伊利诺斯玻璃公司、新泽西标准石油公司、特再柯公司、美国钢铁公司。

组合策略A，由30种道.琼斯工业股票并加上以下证券构成：美国铝业公司、美国电话电报公司、克莱斯勒公司、东方人柯达公司、通用电气公司、通用食品公司、杜邦公司、国际纸业公司、Procter & Gamble、西尔斯.雄獐公司、联合碳化物公司、西屋公司。

表21　道.琼斯30种工业股票的基本资料（以

美元为单位）

名称	价格 1963.12.31	价格变动 自1962.12（%）	每年股利 支付自	每股市场收益 1957~1963	每股收益 1964	每股股利 1963	每股净资产价值 1963
联合化学	55.0	+13	1887	2.32	2.77	1.80	22.57
美国铝业	69.0	-25	1939	2.35	2.77	1.20	35.89
美国罐头	43.5	+6	1928	2.54	2.56	2.00	31.25
美国电话电报	139.5	+144	1881	5.23	6.05	3.60	66.78
美国烟草	28.5	+52	1905	2.34	2.51	1.50	21.49
巨蟒	47.0	-35	1936	4.26	4.14	2.50	94.57
伯利恒钢铁	31.0	-38	1939	2.64	2.11	1.50	34.59
克莱斯勒	42.0	+140	1926	1.38	4.35	0.43	23.31
杜邦	240.0	+24	1904	8.75	10.05	7.75	

46.95

东方人柯达116.0 ＋178 1902 3.20 3.75 2.60 22.28

通用电气 87.0 ＋45 1899 2.82 3.00 2.00 20.16

通用食品 90.0 ＋316 1922 2.61 3.16 1.95 18.39

通用汽车 78.5 ＋79 1915 3.63 5.55 4.00 23.63

好时代轮胎 41.5 ＋10 1937 2.09 2.32 1.00 21.33

国际收割机 60.0 ＋56 1910 3.73 4.58 2.40 68.55

国际镍业 68.5 ＋30 1934 2.83 3.60 2.25 22.19

国际纸业 32.0 ＋6 1946 1.68 1.58 1.37 20.51

约赫思－曼威勒49.0－1 1935 3.00 3.25 2.00 34.96

欧文斯.伊利诺玻璃86.0＋37 1907 4.50 4.35 2.50 39.40

Procter＆Gamble79.0 ＋211 1891 2.36 2.87 1.60 18.77

西尔斯.雄獐98.0　＋242　1935　2.71　3.44　1.75 24.44

加利福尼亚标准石油59.5　＋31　1912　4.04　4.50 3.50（注b）40.92

新泽西标准石油76.0　＋29　1882　3.54　4.74　2.75 36.93

迅捷 43.5 ＋14 1934 2.55 2.85 1.60 65.83

特再柯　70.0　＋148　1903　3.27　4.29　2.10　27.59

联合碳化物120.5　＋4　1918　4.98　5.32　3.60　37.18

联合航空　43.0　－43　1936　3.95　3.12　2.00　40.95

美国钢铁　53.0　－28　1940　4.40　3.30　2.00　55.79

西屋 34.0 ＋18 1935 1.77 1.28 1.20 24.62

沃尔沃　74.0　＋69　1912　4.52　5.26　2.73　55.91

道.琼斯平均　　763.0＋53　　34.29　　41.11　24.70（注b）415.00

注a. 平均价的一半含有2％的股利。 b.平均价的一半含有5％的股利；

注c. 以上包括股利。

表22 1963年底道.琼斯工业股票市场价格（%）

名称	1963 市场与收益比	1954～1963 市场与收益比	1957～1963 市场与收益比	1963 股利率	净有形资产市价比率
联合化学	19.8	23.3	23.6	3.29	41.2
美国铝业	30.3	24.6	29.3	1.75	52.2
美国罐头	17.0	16.6	17.2	4.59	71.6
美国电话电报	23.0	28.7	26.6	2.59	47.9
美国烟草	11.4	13.1	12.2	5.26	75.4
巨蟒	11.3	8.8	11.0	5.35	202.2
伯利恒钢铁	14.6	10.2	11.6	4.88	112.4
克莱斯勒	9.7	30.7	30.4	1.02	55.5
杜邦	23.9	27.8	27.4	3.23	19.5
东方人柯达	31.0	40.2	36.3	2.24	19.2
通用电气	29.0	32.4	30.9	2.30	23.1
通用食品	28.4	39.2	34.4	2.17	20.4
通用汽车	14.2	22.0	21.7	5.09	30.0
好时代轮胎	13.1	17.1	16.1	4.00	114.2
国际镍业	19.1	24.2	24.2	3.28	32.3
国际纸业	20.3	18.2	19.1	4.23（注a）	63.8
约赫思－曼威勒	15.0	15.3	16.3	4.10	71.7

欧文斯.伊利诺斯玻璃 19.7 19.5 19.1 2.92 45.8

Proxter＆Gamble26.4 37.4 33.4 2.03 23.7

西尔斯.雄獐28.5 38.8 36.1 1.79 24.9

加利福尼亚标准石油13.2 15.5 14.7 6.02（注a）68.7

新泽西标准石油 16.0 21.4 21.5 3.62 48.5

迅捷 15.3 16.0 17.1 3.67 150.9

特再柯 16.3 23.6 21.4 3.00 39.4

联合碳化物 22.7 25.3 24.2 2.99 30.8

联合航空 13.7 10.0 10.8 4.68 95.7

美国钢铁 16.0 11.4 12.1 3.77 105.0

西屋 26.5 20.4 19.1 3.54 72.6

沃尔沃 14.0 17.8 16.3 3.70 75.6

30种股票总平均 19.1 21.5 3.45（注a）

a. 包括平均价格50％的股利。

表22－1　三个组合策略的重要比率（以美元为单位）

名称 证券数量 每类作为 获取的股利部分 净资产价格

组合策略A 30 2159 90.80 113.04 69.25 1140

组合策略B 18 1007 60.13 65.80 40.21

780

组合策略C 10 514 34.66 37.87 23.81 490

名称 价格收益比率 价格资产比率 股利率 年收益

1957～1963 1963 1963 1963 增长率（注b）

组合策略A 21.5 19.1 1.90 3.34 3.5

组合策略B 16.8 15.2 1.38 3.99 2.1

组合策略C 15.0 13.6 1.06 4.63 1.1

8种“中等股票” 19.1 17.8 1.72 3.75 3.6

12种“最受欢迎的股票”28.8 24.2 3.16 2.54 5.8

a. 最高价股加到了组合策略A、B。

b. 根据相对于1951～1953年和1961～1963年的每股平均数。

根据组合策略C的选择方法，每一美元花费将提供比全部道.琼斯股票更多的当前收益、股利、过去平均收益和净资产。相反，便宜证券10年中增长率不高————这就是它们在现行收益期为什么便宜的原因。高价股与高增长率之间对应的关系在表上被反映出来，它出现在组合策略C（注1）的10种股

注1. 译者注：原文为A，似有误。

票，5项比率中，还出现在加到组合策略B的8种证券上，以及加到组合策略A的12种证券上，它们都完全属于道.琼斯股票。

各种流行和不流行普通股之间的特征————包括道.琼斯工业一流股票————通过对组合策略C（10种最低价或便宜证券）与8种最高价或高价证券的比率进行比较表现出现。1963年，每美元收费，便宜证券比高价股带给卖者多1.75倍的收益、1.8倍的股利。在其他方面，后者显示出更大的内在收益率，因为在同样的投资下，它们赚取的是便宜证券的1.8倍，它们还显示了在过去10年里，每股收益约增长3.2倍。

这些适度的收益率和增长率从根本上说是定性的因素，并且清楚地表示高价股公司作为一个整体比其他公司更为成功。如何能够确定一个能补偿相对于美元目前收益和股利的更高的增长率呢？对此，我不能作出肯定的回答。但我知道与道.琼斯过去30年不太流行（并且通常不太成功）的公司比较，市场为高价证券支付得太多了。正是这个原因，我推荐在绝大多数公司中购买低价证券。但我不能保证这个选择策略会使将来的收益率与过去的一样。

铁路、公用事业、金融公司领域

公用事业公司比其他公司天生更有稳定性，也具有利于普遍增长的因素。但是公司之间增长率变动相当大，地方基础差别也相当大，因为国家某些部分比其他部分发展得更加迅速。这些不同的情况在公司间造成了完全不同的市盈率（P/E），虽然远不及我们在工业领域发现的差异那么大。（注1）在别处，最高的市盈率反映了收益持续增长率将比平均增长率更高的可能性。（注2）

过去许多年有很多人认为公用事业股表现非常出色，唯一的问题是它的价格似乎升得过高。这也是其他组别的投资者和成长型公司所面临的相同的问题。因此，防御型投资者在他标准的组合策略中适当地持有公用事业股的比例，完全是合宜的。

就收益增长和稳定性以及它们的市场价格行为来说，铁路从整体上看是个有些萎缩的群体。标准.普尔价格指数对它们的市场表现提供了一个概括的快速反映，因为所有这些指数与1941年至1943年的10个平均数中的1个有关。1963年以来铁路股平均价在40.7美元，同时公用事业股在66.4美元，工业股在79.3美元。运输业各股之间的差别比公用事业各股之间差别更大。差别产生在经营效率、金融力量和收益增长上。防御型投资者也许会将较强的一类股票包括在他的名册上，这既因为其形式上

的多样化，也因为他看好它们的前景。

金融证券包括五个小群：银行；人寿保险公司；火灾、意外险担保公司；金融（借贷）公司；储蓄与借款协会以及它们控股的公司。这些企业因征税太繁杂而不能有一般的利润。几乎

注1. 由C.M.Loeb-Rhoades公司1963年7月覆盖了95家公司的统计显示，当时相对于1962年的收益，最低市盈率为17倍，最高为33倍。

注2. 过去5年市场的实际收益增长率，最高的4家公司平均是7.7%，最低的4家是4.05%。

所有这些企业在它们普通股净值前都有大量债务，而它们资产的性质使这种结构没有过分危险的可能。我认为没有特别理由把这一级股票放在投资者的单子上，至少较强的公司与其他公司相同的方面是适合这个结论的。

读者也许对表23感兴趣，它追溯了三组主要标准.普尔证券的价格和市盈率的产业化。

表23 不同的标准.普尔平均数中价格和市盈率（P/E）的变化：

1948～1963（价格单位为美元）

年份 工业 铁路 公用事业

价格（注a） P/E比率 价格 P/E比率 价格 P/E比率

1948年	15.34	6.56	15.27	4.55	16.77	10.03
1953年	24.84	9.56	22.60	5.42	24.03	14.00
1958年	58.65	19.88	34.23	12.45	43.13	18.59
1963年	79.25	18.18	40.65	12.78	66.42	20.44

a. 接近年末

三组自1948年以来的市盈率增长都是值得注意的。这表明投资者信心比公司利润增长得更快（比较温和的衰退率的变动修正了这个比较，但不改变它们之间的密切联系）。1959年我曾补充说：“公用事业股的变动是最稳健的，但在1959年它对于防御型的投资者的确提出了一个问题。”当时，公用事业股作为一个整体在三个投资组中，显示最稳定，利润最大。在接下来的5年中公用事业股的指数提高了50％以上，工业股提高了35％，铁路股提高了18％。

防御型投资者的选择性

投资者都喜欢自己的证券比平均的情况更好更有出息。因此读者将问，如果他有一个胜任的顾问或证券分析者，他是否能指望不出现超过价值的

投资。他可以说："毕竟，你描述的规则非常简单易行。一个训练有素的分析者应该能够使用他所有的技术，充分地改进道.琼斯股票一样明显的某种东西。如果不是，他所有的统计表、计算和神圣判断又胡什么用呢？"

作为一种根据实际作出的推定，我们限制了对1963年以来购买的道.琼斯"最好的"5种股票的选择的探究。我可以肯定，如果有100个从事证券分析的人被分配做这一项工作，那么很少会发生相同的选择，许多人相互之间有完全不同的意见。

起初它的发生是不奇怪的，基本的理由是，每一种突出的股票现价几乎都反映了人们对它财务记录上的突出特征和对它将来前景的一般看法。因此，任何关于一种股票比其余股票更值得购买的分析者的意见，都必须从他个人的偏好和期待的局限扩展到更大的范围。如果所有的投资者都同意一种特别的股票比其余的股票更好，那么，这种股票会迅速提价到这样一种程度，即抵消掉所有它先前的利益。

有关现行价格既反映了目前所了解的事实，又反映了将来期望的阐述，是要强调市场评价的双重根据。具有这两种价值因素，对于证券分析有两种根本不同的途径。的确，每个胜利的分析者与其

说是回顾过去，不如说是期待未来；他明白，他工作好坏的证明，根据的是未来发生的事，而不是已经发生的事。未来能用两种方法达到，一个可称为预言（或设计），一个可称为保护。

强调预言的那些人，将尽力使其预料正好符合未来年头公司所要完成的，特别是收益是否显著，是否有持续的增长。这些结论可能以对公司供求状况进行非常认真的研究为根据，或以对规模、价格和成本的研究为根据；它们也可能来自对过去的增长延续到将来的相当天真的设想。如果这些权威和专家确信，相当长时期的前景是异常有利的，他们几乎总是推荐这种股票，对于其正在出售的价格，则不作太多的考虑。例如，许多年中对于航空运输股前景的一般态度就是如此，尽管这种悲惨的态度出现于1946年，但持续了许多年。在前面两个部分中，我已介绍了高价股表现和这个行业相对使人失望的收益记录的差别。

形成对照的是，强调保护的那些人总是特别关心证券价格。他们的主要努力，是确保自己计算的现在价值超过市价的实际余额，这种余额能吸收将来不利的变化。因此，一般地说，当有理由确信公司将会发展，因而过于热衷公司长期的情况，对于他们是不必要的。

预言的方法也可称作定性的方法，因为它强调前景，即管理和其他不可测量的但又非常重要的企业品质方面的因素。保护的方法也可称作定量或统计的方法，因为它强调测量卖价和收益资产、股利等等的相互关系。顺便说一下，定量的方法确定是证券分析观点的一个延伸————进入普通股领域，这种分析充分体现在债券和优先股的选择中。

基于我们自己的态度和专家的工作，我们总是使用定量的方法。就第一个方法来说，我们要确定在具体的可认证的时期，我们的货币可以获得多大的价值。因手头缺少足够的现金，我们不愿意接受未来的前景和契约作为补偿。这决不是投资专家们标准的观点；事实上，大多数人可能赞成这个观点，前景、管理质量、其他无形的东西和“人为因素”远比过去研究记录所提供的东西更重要。

因此，如何选择“最好的”股票，实际上就成了一个激烈争论的总是。我劝告防御型投资者不要过于纠缠这个问题，比之单个的选择，应更强调多样化。附带地说，普通接受多样化的观点，至少部分地否定了雄心勃勃的自负的选择。如果人们能准确无误地选择最好的股票，人们就会丧失多样化。在对防御型投资者建议的普通股股票选择的四个因素的界限内，有相当充分的自由选择的空间。

从坏处想，放纵这种自由选择应该是无害的；此外，它可以使结果更有价值。随着长期技术发展的影响日益增长，投资者不能不在预算中考虑它们。这里，像在别处一样，他必须在忽略和强调之间寻求一种平衡。随后，我打算更进一步发展一种定性与定量相结合的普通股选择的途径。这是进攻型投资者研究的课题，我们现在就转向对它的论述。

>>>>10. 进攻型投资者的证券选择：评估方法

聪明的投资者能够成功地在次等普通股中运作，他只在廉价买进，这意味着当它们的短期前景看好也是普通的购买者可能对它们很感兴趣的时候，聪明的投资者几乎不会买进它们。

前一章讨论了在上市证券中如何选择普通股。经过选择，防御型投资者可不受限制地依据自己或顾问的意愿掌握手中股票的去留，以此达到股票投资最大的多样化。选择的重点主要在于排除。我建议：一方面排除上市股票中明显的拙劣股，另一方面排除那些价格很高却容易卷入投机性冒险的最优股。在这一章中，对进攻型投资者，我要考虑那些超过总体平均收益的个人决策的可能性和手段。

成功的前景是什么呢？坦率地说，我在最初表达时，不得不对这点作重大的保留。乍一看，成功选择的出现是不信而喻的。为了获得平均结果，例如，等于道.琼斯工业平均指数的统计结果，我们并不需要特殊的能力，所需要的只是与那些30种优先上市股票相同或相似证券。当然，依靠适当的训练，根据研究、经验和天生的能力，获得比道.琼斯

工业平均指数更好的结果是完全可能的。

即使那些操作者资格是最高的，仍然有许多给人印象深刻的证券表明要达到理想的效果是很难的。这些证据存在于那些动作多用的投资公司（或投资资金）的记录中，这些资金的大部分比较庞大，足以值得最好的金融或证券分析家与研究机构的其他人员在这个领域一起为之工作。当扩展这些资金时，他们动作的费用平均每年大约0.5%或者更少些。这些费用本身并不是微不足道的，但与1951年到1960年（1954年至1963年也是）10年间普通股每年15%的选择能力就很容易克服费用的限制，并能为股东带来较高的净收益。

然而，总体看来，完全投资于普通股的基金，在很多年里没有能获得如同标准.普尔500种股票平均值所显示的那样好的收益。在表24中，我总结了各种普通股基金所表现的情况，这些资料被编在威森伯格很有权威的著作《投资公司手册》（1964年版）中。我这里的数据包括了1962年、1963年、1962年至1963年（综合）以及1954年至1963年的统计。与标准.普尔综合指数相比较，这一结果决不令人佩服。但就金融机构来说，这个事实也不会使投资基金的所有成员都有可能获得普通股的大致平均的收益。由于各种原因，大部分投

资者根据自己的选择将钱投入到普通股中，却并没有做好。而对于客观的观察者来说，优于大盘业绩的投资基金的失败是一个相当明确的信号，那就是这种业绩的取得不是轻而易举的而是相当困难的。

表24 普通股投资基金的平均收益（%）

名称	1962年	1963年	1962~1963年
43种多样化增长基金	-19	+20.0	-3
32种收入增长基金	-12	+28.0	+3
17种收入增长基金	-7	+17.0	+8
标准.普尔500种股票综合指数	-9	+22.4	+11

10年：1954~1963（以美元为单位）

名称	收益（资本股利再投资	收入股利	综合
23种多样化增长基金	226	44	270
31种收入增长基金	156	52	208
14种收入增长基金	152	68	220
标准.普尔500种股票综合指数	203	75	278
标准.普尔500种股票综合指数（已调整）（注a）	273	45	318

注a. 假设在此期间内45%以上的分红以及平均收益用于再投资

为什么会这样呢？我认为有两种不同的解

释，尽管这两种解释都不完全说明问题。

第一种可能的解释是，在现行市价影响下的证券市场，不但反映了企业过去和现在经营收益的各种重要事实，而且无论如何预示着对未来的期望能够有合理的形式。频繁发生变化的——常常是极端的——多样性市场的运动是新的发展的结果，并且是不可预见的。这使得价格的变化总是偶然的和随机的。本质上讲，由于试图去预见根本不可预见的东西，因此无论证券分析家多么聪明，考虑得多么周密，他们的工作总是没有效果的。

证券分析家人数的增加很大程度上会导致这种结果。随着成百甚至成千的专家从事研究重要普通股后面的价值因素，人们期望它的市价会完全地灵敏地反映它的价值是自然而然的。由于个人的偏爱和无所谓对错的乐观，那些喜欢证券价值而不喜欢证券本身的人也会这么做。

我常常研究华尔街上优秀的证券分析家的工作和桥牌比赛中王牌选手的表演之间的相似之处。前者总是试图找出最可能成功的股票，而后者总是想让每手牌都得分最高。只有极少的人才能实现他们的目标。从一定程度上说，所有的桥牌选手的专业技巧在同一水平上，而胜利者很可能是取决于各种叫停，而不是更高的技巧。在华尔街，证券协商

会参与了分析过程。在这个协会中，思想和见解相当自由地分散在多数证券上。在类似的桥牌比赛中，玩每一手牌时各个高手总是观察其他每个对手，并且努力赢取每手牌。

另一种可能的解释与第一种有很大的不同。许多股票分析家常常被股票选择基本方法的不足所困扰。他们寻找有最好的发展前途、有优秀的管理和好的效益的工业企业进行投资。这表明即使价格较高，他们也要用市价买进这样一些工业企业的股票；相反地，尽管股票价格很低，他们还是不向那些销路不好的工业企业投资。这表明即使价格较高，他们也要用市价买进这样一些工业企业的股票；相反地，尽管股票价格很低，他们还是不向那些销路不好的工业企业投资。如果一些好公司的收益确实在未来一段时间里快速增长，由于理论上它们的股票的价值是无限的，因此，这种方法是唯一正确的。如果效益差的企业被引向消亡，又得不到救助，分析家们将有理由认为它们的股票没有任何吸引力。

各家企业投机的事实都差不多。很少有公司能在很长的一段时间内保持不间断的高增长率。值得注意的是，也很少有大企业最终轻易地走向消亡。大部分企业，它们总是兴衰并存，沉浮共在，

处于一种相对稳定的发展变化中。由衰变强由强转衰的变化是一个重复的周期（以前作为一个标准适用于钢铁工业）。那些大的变化，与企业管理的好坏有关系。

前面的研究，到底怎样才能适用于想让自己的选择得到更高收益的投资者呢？我要特别强调的是，他从事了一项困难而又不太切合实际的工作。本书的读者，不论他多聪明，也不论他知道多少，几乎不会希望自己能够作出比全国最优秀的分析家更好的股票选择。如果在作标准的分析选择时，经常小看或完全忽视了相当大的股票市场，那么，聪明的投资者可能只能从过低的估价中获利。

评估方法

在本书的开始部分，作为合理的有效的普通股的选择途径，我对“评估方法”作了阐述。在这一过程中，分析家试图对上市股票设定可靠的价值或者价值范围，以便对所建议的以相对“基本价值”的最低价出售的股票作出选择，我们称之为“区别于传统方法的普通股投资方法”。随着时间的推移，这种方法在华尔街占有越来越重要的地位。在以前，这种方法仅被成功地应用于公用事业股票。（有人认为）这就是可能受影响但本质上充分稳定的收益计划，也就是允许根据期望收益作出

的可信的估价。近几年来，估价程序主要应用于工业类的“增长股”。这看起来需要找出一些数学公式，以求出预期收益超过当前收益的倍数。

标准评估方法包括估算未来7~10年内每股平均收益以及需要一个反映上市股票品质的倍数。这种品质确实能反映更长时间的期望收益，这个期望收益的期限超过了原来可靠估计的期限。的确，这种品质反映了过去收益的稳定性、股利的持久性，尤其是企业管理的信誉等情况。这些因素，在一定程序上，对今后的收益和预期股利的影响起着较大的作用。如果期望公司执行一般的红利支付政策，那么通常不必将预期股利看作一个独立的价值因素。正如我在第15章将要阐述的，股利在决定股票价格和价值方面的作用正经历着大的调整期，因此作为评估的一个因素，尝试选择恰当的比例作为预期的红利支付是比较困难的。

这种方法经常会出现两方面的误差：一是出现在为将来的正常年度或3年期估算收益方面；二是出现在将选择的倍数用于生成所谓的“长期普通价”或者“潜在价格”方面。预期股息可以记叙独立核算或决定倍数的因素之一；而评估是根据数学公式的计算得出的，或者是根据过去单股价格和价值因素的等价关系作出的。

在前面，我给出了两家权威的咨询根据上述方法对30种道.琼斯股票作出的评价。总体上，它们预测了未来4年的收益和股息，并应用收益倍数或复杂的公式来决定每种股票的“长期普通价”或“潜在价格”。后者可能会被认为就是评价或估价，也可能暗示着上市股是否对目前市价有影响。

在表25和表26中，列出了1959年所作的评价。这是基于1963年或1962年至1964年的情况作出的，并且还列出了1963年的实际结果。在第3章，我们曾经讨论了这些预测中的收益和分红的比例，表明它们在总价中的比例过高；相反，价值或价格的预测与1963年的实际平均价格相比有下坠的趋势，并且在1963年和1964年低于最高水平。

在以前的版本中，通过比较估价（参照1963年）和1958年12月的价格，我在两个表中给出了一些数据，所列的5种“最便宜”和5种“最贵”的股票也许能说明些什么。我通过1963年的平均价格所显示的结果，研究了这些选择。在总价中，10种“最便宜”的股票是按预测或评估价目卖出的；相对于道.琼斯22%的预付款，按1958年12月的费用，它们会获得超过32%的利润。这是很令人满意的。然而，两个表中所列的10种“最贵”的股票总

体在5年里上升了40%。单就以上情况来说，这些好的结果还很难长久地保持。

表25　1959年“普通价”预测与实际结果比较（以美元为单位）

上市股票　Naess&Thomas　价格线预测（注b）配股 实际平均价（注c）

预测（注a）1959~1963 1963

联合化学 128 118 2配1 100

美国罐头 56 63 44

美国精炼 63 80 73

美国电话电报 236 265 3配1 120

美国烟草 114 113 4配1 120

伯利恒钢铁 55 53 31

克莱斯勒 75 82 4配1 136

谷类产品 51 58 2配1 100

杜邦 246 245 283（注d）

东方人柯达 128 150 238

通用电气 80 81 80

通用食品 72 75 2配1 168

通用汽车 48 54 84

好时代轮胎 111 122 3配1 114

国际收割机 43 46 51

国际镍业 100 116 2配1 124

国际纸业 117 135 3配1 87
约赫思——曼威勒 57 60 47
国家蒸馏器 29 38 25
国家钢铁 80 78 2配1 88
Procter&Gamble 76 74 150
西尔斯.雄獐 41 45 88
加利福尼亚标准石油 70 68 63
新泽西标准石油 58 64 67
特再柯 99 95 134
联合碳化物 151 140 111
联合航空 72 81 47
美国钢铁 96 86 50
西屋 90 85 72
沃尔沃 55 60 72
总计 2697 2830 3078

注a. 以1963年以基数的长期普通价 注b. 1962~1964年的潜在价

注c. 已调整 注d. 包括了通用汽车所有的一半股份

表26 1959年收益和分红预测与实际结果比较（以美元为单位）

上市股票 1963收益（注a） 1963年分红

价格线 Naess & 1963年 价格线 Naess &

1963年

预测 Thomas 实际值（注b） 预测 Thomas 实际值（注b）

预测 预测

联合化学 7.00 7.00 5.54 4.25 4.50 3.60

美国罐头 4.30 3.75 2.56 2.70 2.40 2.00

美国精炼 7.40 6.50 4.83 5.00 3.75 2.70

美国电话电报15.00 14.50 18.18 12.50 9.90 10.80

美国烟草 11.50 9.75 10.04 6.80 6.00 6.00

伯利恒钢铁 5.90 5.50 2.11 2.90 3.00 1.50

克莱斯勒 12.00 7.50 17.40 5.00 4.00 1.76

谷类产品 3.90 3.25 4.48 2.90 2.20 2.80

杜邦 12.25 11.50 10.05 9.00 8.50 7.75

东方人柯达 8.00 7.00 7.50 4.50 3.50 5.10

通用电气 4.60 4.25 3.00 3.00 2.80 2.00

通用食品 5.65 5.00 6.32 3.00 2.80 3.90

通用汽车 4.75 4.00 5.55 3.10 3.00 4.00

好时代轮胎 11.25 9.50 6.96 4.40 2.50 3.00

国际收割机 4.80 3.75 4.58 2.75 2.40 2.40

国际镍业 8.70 7.00 7.22 5.90 4.50 4.50

国际纸业 10.30 9.00 4.44 5.40 4.00

4.11（注c）

约赫思——曼威勒4.75 4.00 3.24 3.00 2.50 2.00

国家蒸馏器 3.85 2.75 1.67 1.90 1.50 1.20

国家钢铁 9.00 8.00 8.12 5.00 4.50 3.30

Proeter&Gamble5.30 4.50 5.50 3.10 2.60 3.20

西尔斯.雄獐 3.40 3.00 3.35 1.70 1.45 1.65

加利福尼亚标准石油6.25 6.00 4.50 2.80 2.45 3.50（注c）

新泽西标准石油 5.50 5.00 4.68 3.00 2.75 2.75

特再柯 8.50 8.50 8.58 4.00 3.80 4.20

联合航空 9.00 8.00 3.12 4.85 3.60 2.00

美国钢铁 9.10 9.25 3.28 4.50 4.50 2.00

西屋 8.00 6.25 2.56 4.00 3.00 2.40

沃尔沃 5.00 4.00 5.26 3.30 2.75 2.73

总计 222.45 195.45 179.94 128.75 110.90 99.99

注a. 或者是1962~1964年的平均值 注b. 参照1959年的基数。 注c. 包括在一半平均价时的分红。

1964年评估

刚刚讨论过的1959年预测，Naess&Thomas和价格线能给我们提供1964年中期的相应估价和头几年的预期值。这些数值反映在后面的表27和表28中。正如前面所做的，让我们通过评价给每组列出5种“最便宜”和5种“最贵”的股票。

根据1957年至1969年价值线的“潜在价”

5种最便宜的股票是：联合化学、巨蟒、伯得恒钢铁、联合碳化物、西屋。

“潜在价”385美元与1964年6月价505美元相比，跌24%。

根据Naess&Thomas“1969年——长期普通价”

5种最便宜的股票是：联合化学、ALCOA、克莱斯勒、通用电气、迅捷、沃尔沃。

“普通价”296美元与1964年6月价300美元相比，跌1%。

表27 基于1959年的道.琼斯工业平均值和NAESS & THOMAS评价（以美元为单位）

上市股票	1964年6月30日价	长期普通收益	长期普通现金分红	价格收益率	长期普通价值
联合化学	54.5	3.80	2.50	17.6	67
美国铝业	71.5	4.10	1.60	22.4	92

美国罐头 47.0 3.35 2.50 14.4 48
美国电话电报73.5 4.50 4.75 17.6 79
美国烟草 31.5 3.00 1.80 12.0 36
巨蟒 44.5 5.25 2.50 9.6 50
伯利恒钢铁 36.5 3.60 2.00 12.0 43
克莱斯勒 48.5 5.95 2.00 10.4 62
杜邦 253.0 11.00 7.75 24.0 264
东方人柯达 133.0 5.60 3.50 25.6 143
通用食品 88.0 5.00 3.00 20.8 104
通用汽车 88.0 7.25 5.00 12.8 93
好时代轮胎 43.0 3.75 1.60 14.4 54
国际收割机 82.0 6.20 3.00 12.8 79
国际镍业 79.0 5.50 2.75 17.6 97
国际纸业 32.0 23.5 1.40 16.0 38
约赫思——曼威勒 57.5 4.70 2.90 14.4 68
欧文斯.伊利诺斯玻璃99.0 6.80 3.00 17.6
120
Proeter&Gameble83.0 4.20 2.40 22.4 94
西尔斯.雄獐 118.0 5.60 3.00 23.5 132
加利福尼亚标准石油64.5 5.75 2.80 12.0 69
新泽西标准石油 87.0 6.50 3.80 13.6 88
迅捷 54.0 4.00 2.00 12.8 51
特再柯 79.5 6.50 3.20 13.6 88

联合碳化物 126.5 7.60 5.00 19.2 146
联合航空 49.5 4.80 2.50 11.2 54
美国钢铁 57.5 5.35 2.50 12.8 68
西屋 30.5 2.10 1.50 16.0 34
沃尔沃 29.5 2.30 1.20 12.9 30
总计 2222.0 150.90 84.45 2492
平均（除以2.67） 832.0 56.50 31.60 933

表28　道.琼斯工业平均值：1967~1969年价值线预测

（1964年6月30日作，以美元为单位）

上市股票 收益 分红 价格潜力
联合化学 3.70 2.30 67
美国铝业 3.85 1.70 85
美国罐头 3.50 2.40 57
美国电话电报4.00 2.50 68
美国烟草 3.00 1.80 33
巨蟒 6.00 4.00 70
伯利恒钢铁 3.25 2.00 45
克莱斯勒 4.75 2.25 45
杜邦 8.50 5.80 240
东方人柯达 5.00 3.10 100
通用电气 4.50 2.75 90
通用食品 4.70 2.80 71

好时代轮胎 3.25 1.50 43
国际收割机 5.75 3.50 63
国际镍业 2.25 1.30 36
国际纸业 2.25 1.30 36
约赫思——曼威勒4.00 2.50 54
欧文斯.伊利诺斯玻璃 5.85 3.20 100
Proeter&Gamble 4.20 2.25 70
西尔斯.雄獐 4.70 2.25 78
加利福尼亚标准石油 5.25 2.40 60
新泽西标准石油 6.00 3.60 73
迅捷 3.85 2.30 50
特再柯 5.50 2.80 70
联合碳化物 7.35 4.75 165
联合航空 4.00 2.40 50
美国钢铁 4.50 2.80 60
西屋 3.35 1.70 50
沃尔沃 2.25 1.20 32
总计 138.25 81.65 2186
平均（除以2.67）52.00 30.60 820

影响资产价值的因素

普通股的资产价值由以下因素决定：所有的有形资产（一般根据它们的账面价值），扣除普通股之前的所有负债和债权，按未偿还股的数量平分

余额。如果存在资产价值，它的重要性是什么？几十年前，人们认为它是最重要的，正如资产负债表中所显示的，净有形价值是投资估价和投资决定的起点，就是今天它也是私人企业或封闭式公司评价的出发点。股票市场上，股票的价格完全按其他方式变化。价格是由当前或预期的收益、品质或“一般预测”和股息率决定的。对典型普通股来说，要找到可用于资产面值的对市价的具体影响力是比较困难的。

这样我们发现，虽然1963年纽约中央铁路股票背后有141美元的资产，却以15美元的低价卖出；另一方面施乐普通股在87美元卖出，而回调时仍低于有形投资每股3美元的价。表22表明，在道.琼斯工业股票中，巨蟒公司以自身有形资产价的一半卖出，而东方柯达却以超过5倍这个价卖出。

在我们的想法里，决不愿意完全按资产价目交换。困难在于帮助聪明的投资者形成这种印象。对这一点认真研究了几年之后，我不再轻易地建议将低于价格的资产价值的巨大亏损看作证券估价的“负面因素”。

如果资产价值超过了收益率价值，投资者对此几乎不会感兴趣，因为缺少相当收益率的固定资产占有了不合适的比重。然而，应该注意那些流动

资产净额或者流动资本远远超过收益率价值或市场价格的例外情况。这不会发生在一些领先的和成功的公司，但在次等的公司中这种现象经常会发生。在这些公司中，我们经常看到，普通股只是在低于公司的流动资产价值而不少于其商誉价值时，销售才好一些。

在这一点上，股市评价与私人企业评价之间的区别比其他一些企业更明显。在私人企业中，如只有少量权益时，其价值会被评为最低水平，这是由于其手头的现金少于总负债。华尔街却并不是这样。如果企业作为一个整体不再能引起人们的兴趣时，人们常常会不顾企业所有其他财产，而明显地以低于现金资产价值很多的价格霞光他们的股票。这种情况只是不适用于第二等级企业。读者可以回忆一下1938年A&P普通股卖出时少于流动资金的情况，甚至一家更大的企业迅捷公司继续按战前的基价卖出时，也没人注意到这个事实。在1947年至1949年，甚至从1940年开始，就有大量的同类股票上市，它们获得的收益给人留下很深的印象。

在1957年至1958年，当普通市场处于高水平时，售价低于流动资金的公司仍大量地存在，而且数量之多令人惊异。在其他章节，我曾列出了一些属于大类的廉价证券。

在评价和选择普通股时，我建议把过量的流动资产价值作为一个明确的“增长因素”。如果能发现流动资产价值具有令人满意的收益能力，它就提供了有力的购买理由。对那些坚持将此放入公式的人，我建议在评价时，将流动资产价值超过收益能力价值量的一半加入到收益能力价值中去。

在以前，用现在或最近的一些例子论述规律比较容易。在1964年初，能用的例子不多，如果用了，也只具有一些可疑的独特性。不过，正如我所写的，我将会用一些当前的示范例子来阐述这个问题。

1964年3月，Burton - Dixie公司（床垫、枕头等制造商）以每股20美元卖出。在这以前的5年里，它的收益相对比较少，每股账面价值50美元，平均收益1.50美元。在1963年，每股平均收益1.03美元，独立的流动资金大约每股30美元，而现金资产每股16美元。保守的评价者估计每股长期收益1.50美元，并给18美元的收益能力价值提供12的倍数。但如果接受我的建议，他会再加上18美元和30美元的流动资金价值之间差值的一半，也就是说，相对比较合适的估价是每股24美元。

我不能自信地预测购买单一上市的股票，像1964年3月Burton-Dixie的价格那样还能获利。但

如果能找到一些这样的组合，那么几乎一定能获得令人满意的结果。

成长股的评估

我以前讲过，证券分析家的大部分正式评价都与成长股的评价有关。我通过研究各种方式为读者提出了一个简单的公式用于成长股的评价。这个公式得出的价值数据相当接近于那些用更精密的数学方法计算出的结果。我的公式是：

价值＝当前（普通）收益*（8.5加上预期年增长率的2倍）

这个增长数应该是对下一个7至10年的预测。

读者可能会对表29感兴趣。它把我的公式得出的当前收益的倍数和别的权威机构的结果作了比较。根据公式很容易看出哪个增长率是固有的，哪个明显是根据当前市场价预测的。表中给出了这种计算的一些例子。施乐公司预测的33.8%的年增长率与通用汽车公司绝对适当的2.8%的年增长率之间的差别的的确是惊人的。在某种程度上，用股票市场的预感也能解释。通用汽车公司1963年的盈利——————一些公司历史上的最高值——————为何能艰难地保持住并且能适当地超出一点。另一方面，施乐公司的价格收益率代表了有很大业绩的大公司的投机热情，并且还可能会给它们带来更多的

契约。

道.琼斯工业股票隐藏的或预期的5.1%的年增长率与1951年至1953年和1961年至1963年之间3.4%的实际年增长率（综合伯）形成了比较。

表29 收益倍数、增长率、所选股票的价格：1963

CA. 基于预期增长率的收益倍数

预期增长率 0 2.5% 5.0% 7.2% 10.0% 14.3% 20.0%

10年内的增长 28.0% 63.0% 100.0% 159.0% 280.0% 519.0%

根据我的公式所 8.5 13.5 18.5 22.7 28.5 37.1 48.5

得当前收益倍数

Molodovsky方法 11.5 13.5 16.1 18.9 23.0 31.2 46.9

Tatham表 18.0 25.0

Graham、Dodd和 8.5 13.5 17.0 20.0 23.5 31.5 41.5

Cottle的“优先法”

B. 1963年12月隐藏或预期的增长率：所选股票的价格（美元）

上市股票 1963年 1963年收 增值 预期年增

过去年增

12月（注a）价格 益（注a）倍数 长率（%）长率（注b）（%）

道.琼斯	763.0	41.11	18.6	5.1	3.4
美国电话电报	69.5	3.03	23.0	7.3	4.7
通用电气	87.0	3.00	29.0	10.3	4.6
通用汽车	78.5	5.55	14.1	2.8	9.4
国际商业机器	406.0	10.55	38.5	15.0	21.2
国际收割	60.0	4.58	13.2	2.4	
施乐	85.0	1.13	75.0	33.8	32.4

注a. 适应1964年6月分红。 注b. 1961——1963年平均数对1951~1953年平均数。

头等和次等普通股

防御型投资者和进攻型投资者之间实际的主要的区别在于：前者要限制自己向大的领先的公司投资；反之，如果后者的判断力和技巧告诉他这些公司有足够吸引力，那么他可能购买它们的股票。我认为，防御型投资者在对主要的股票作选择时，不必受我的评价方法或类似方法的影响，否则会给他带来比预想的更多的麻烦。如果他采用多种投资方法，或者采用如第9章里策略B和策略C论述的更简单的选择标准，那就足够了。

另一方面，如果进攻型投资者买进念头的或

环公司的股票，他就会大胆地通过在众多股票中选择“最好的”来证明自己的独立判断。他会这个目的而选择我的评价方法，或者采用对他和他的有更加吸引力的其他选择方法。无论采用什么方法，我认为使人放心的情况应该是，他购买的股票价格所表示的企业部的市场价值，不要过于高出实际记录和谨慎的前景预测的价格。

就那些书籍有广阔前景并因此而表现得最热门和有最高价值的公司来说，很明显不能这样做。想想施乐公司，在1964年后期以132美元卖出，这个投机成功的公司因此在市场上拥有27亿美元的价值。这个数字依次是1963年销售额的10倍、利润的117倍、每股不足3美元的净有形资产的约50倍。我的主要论点是，作为真正的投资，不能买那种价格的普通股和同一水平的其他股，除非投资和投机混合在一起，投机占了统治地位，或对自己真正的购买动机含混不清。

很难鑿地划清次等股的范围。它包括大约2000种上市股票和好几千种未列出的股票，它们一般未被认作为有很大的市场发展前景的主力，从而进入“贵族阶层”。很明显，无论何时，在意见相异处都会有大量的相同部分，但在一般情况下，投资者应知道他民考虑的上市证券是属于头等级别

还是次等级别。

聪明的投资者能够成功地在交待普通股中动作，他只在廉价时买进。这意味着当它们的短期前景看好也就是普通的购买者可能对它们很感兴趣的时候，聪明的投资者几乎不会买进它们。在这种时候，市场价格持续上升，并可能接近甚至超过预期的长期价值。明显地，这是一个有利的卖出而不是买进机会。

在这些次等公司不景气甚至有些无望的时候，价格水平其实更适合进攻型投资者。在这种时候对一种证券作出大的选择并不难，那就是，证券内在价值是其卖出价的2倍。这个评价方法经常被使用，很有利于确定预期公平价值。如果投资者砍他没有为这个价值中的每美元支付多于67美分甚至更少的钱，那么，他有充分的理由期望在来看有令人满意的收获。

为了说明在有吸引力的水平上的次等普通股的选择，我们将回到1957年的年末。在表30中，列出了在那里满足以下4条投资价值标准的5种股票。

1. 基本规模：有超过1000万美元的流动资本

2. 主要“廉价”标准：以低于净流动资产2/3的价格卖出普通股。

3. 低市盈率： 价格不超过1957年收益的8倍。

4. 良好的分红历史：至少在以前10年分过红利。

这5种股票在后来的两年里都获利了令人满意的进步，1959年12月的总价值略微超过前两年的净游戏资产价值。

表30 1957年末的5种交易股票（以美元为单位）

上市股票	1957年12月价	每股流动资本	1957年收益	1957年分红	从某年开始分红	1959年12月价
Alco Products	11	18.0	1.51	1.00	1946	18.0
Baidwin-Lima-Ham	9	16.0	1.48	0.45	1942	16.5
哥伦比亚影业	13	22.5	1.76	1.20	1942	18.0
Hart, Schaffner	22	41.0	4.34	1.60	1939	50.0
Schenley Industries	19	37.0	2.45	1.00	1941	36.0
总计	74	134.5	11.45	5.25		138.5

评估普通股的规则

以下11条建议为投资者或证券分析家提供了一组规则。这些建议试图给他们的评价工作以明确的帮助。

1. 评估价值取决于对收益能力的预测，因此要选用合适的倍数，如果必要还要通过调整资产价值来决定。

2. 收益能力一般代表对未来7年平均收益的预测。

3. 上面的预测应该是在对美元数量和利润率统计的基础上得出的，起点就是过去一些时期的真实情况，尤其是过去7至10年内的那些情况。

4. 当把早些年的价格用到计算中时，应该作出适当的调整，以反映后来资本额所导致的变动。

5. 倍数应该反映未来收益更长期的变化。倍数选12对股票的中立预测比较适当，“中立预测”也就是每股收益年预期增长不超过2%。这个数字的增加或减少依赖于评估者的判断和偏爱。除了异常情况外，最大的倍数应是20，最小的倍数应是8.倍数的范围应该符合一定规律，并随基本利率的变化而相反地改变。当然，能否在实际中这样做还值得怀疑，这是因为在市场中，心理因素————很大程度上决定了倍数————能使较高的利率更高，使较低的利率更低。

6. 如果有形资产价值少于收益能力价值（收益能力倍数），后者会由于反映了这种缺陷的一些恣意的因素而减少。我建议的因素是：将收益能力价值超过资产价值2倍的量减少1/4（这里允许不扣除超过有形资产100%的额外部分）。

7. 如果净流动资产价值超过了收益能力价值，可以让后者增长到超过最后传达室价值的50%。

8. 有些因素是不能控制的，例如战争收益，或战争的约束，或临时使用权，或租赁条件，或由于过去损失而获利的收入税的有限的减免。在不考虑反常条件的情况下，可能的收益总数或每股的损失应该是能估计到的，并且应该在评估价值时加入或从中扣除。

9. 在资本化结构有很大投机性的地方，也就是在那些企业优先股总量较大而不够均衡的地方，企业的总价值应首先被确定，如果企业只拥有普通股的话。这个价值应该以企业承认的主要债权经营价值为根据，然后在优先股和普通股之间进行分配（注意这个处理方法和基于优先股分解权的评估之间的区别）。如果根据前面第8条中所指反常条件来说需要调整，这种调整应该对企业总价值进行而不是对每股的基价进行。

10．只有在评估价至少超过市场价1/3时，它们对指导当前购买才具有明显的价值。在其他情况下，它们作为补充的事实可以用在分析和投资决定中，如果现价高出评估价较多，它们也可用在卖出的决定中。

11． 无论在什么情况下，普通股的投机性越强，符合鉴定价值的实际根据就越少，特别是成长型公司，在它们的总价值中很可能有真正的投机性成分，对此无法作出任何可靠的计算。

投资与价值的投机成分

就成长股来说，它应该有利于建立价值的投资构成，这个价值要大致地与20倍于当前收益的最大建议值相一致。市场价的平衡可以说是代表了投资者对企业投机可能性的估计。这种可能性不仅是真正重要的价值因素，而且在大多数前景看好的情况下，它们可以比投资成分增加得更快。不过，我们会区分它们并称之为投机。由于很大程度上依赖于未来的发展，包括股市的发展，所以它们不可能设计得让人十分信服。

让我用两家重要公司的资料来说明我的意思，这两家公司是国际商业机器公司（IBM）和国际收割机公司。它们碰巧在纽约证券交易所中竞争了多年。在1961年的高价中，IBM以607美元卖

出，当时收益9.10美元（包括海外收益）；国际收割机公司以55.25美元出售，1961年收益2.41美元。如果我们把20倍于1961收益的“最大投资价值”用于IBM，这使它仅能在182美元卖出，或者低于市场价的1/3.考虑购买IBM的投资者的问题在于如何对这个企业的竟夜灰心，即120亿美元的市场评价代表了一个公平的价值，还是一个保守的价值。很明显，投资者在这时不可能得出可靠的结论；如果他能得出，那他可能已经找到了每股1000美元的价格甚至更多的理由。我坚持认为不能因为有合适的条件，就认为1961年购买IBM是一种投资行为，甚至还允许销路好的公司的投机性支付较多的但不非常多的额外费用。

对于国际收割机公司，如果认真考虑其账面价值为68美元，而5年平均收益为3.20美元，以及这个公司在最重要的工业领域的领导地位，我们就能很好地得出这样的结论：它的股票投资价值超过了1963年收益的（或者说48美元）20倍，在高价55美元的投机性仅仅是每股7美元。这样，在真正的购买中，投资者总能带着比富有魅力的IBM更强的信任去购买它的股票。

根据与1961年水平的比较，国际收割机股票在1962年比IBM降得更厉害，而在1964年升得比

IBM高得多，这个结果碰巧对国际收割机股票特别有利。对一次投资操作的内在质量的说明还不足以对经营结果产生太多的信任。另一对选自不同时间的例子可能会产生不同的结果。不过，我确信一个真正的投资者购买国际收割机类股票的选择比他们根据财务要求和心理态度作出的选择要合适得多。

选择“中级”股的一个方法

承蒙查尔斯.麦高瑞克先生（《财务状况分析》的合著者）（注1）提供了完美的成功的次级普通股投资方法，这个方法就是根据过去6年的平均收益来确定买点的。这些收益按照一个乘数比率转化为资本，正如一种有代表性的等级评定————例如价值线————所决定的，比率随着上市股票的品质而变化。由于较低的比率意味着企业自身的投机因素（与市场价格因素相区别），因此投资者将只考虑普通股的4个最高等级。

麦高瑞克先生为4个最高等级“购买乘数”的建议

定额评定等级	6个平均收益的最大乘数（倍）
A+	20.0
A	18.5
A-	17.0

B+ 15.5

近些年来，有3个最高等级的普通股不能采用最大乘数，但在B+类（中间级）中大约有12种股票的价格在所需价格范围内。大部分情况证明了从购买日期起的现年或不足现年时间内，卖出且获得25%的收益是可能的。由于投资者通常能用其他符合自己购买标准的股票取代已卖掉的，因此，麦高瑞克先生建议投资者采用这个方法作为他的卖出原则。

注1. Harper & Row, 1964

>>>>11．应用股票分析技术发现贬值的题材：六个案例

股票市场上绝大部分理论收益并不是那些处于连续繁荣的公司所创造的，而是那些经历大起大落的公司所创造的，是通过在股票低价购进、高价时出售创造出来的。

对进攻型投资者有吸引力的购买机会产生于各种各样的原因。普遍的和经常性的原因是整个市场的低迷及公众对个人股票的极端厌恶。有些时候，当然这种情况很少，市场对公司经营的重大改进和它的股票价值的变动没有反应。一般情况下这发生在管理趋于发病的地方（在第8章已经讨论了克莱斯勒的情况；另一个案例是Crown Cork and Seal，1956年产生了新的管理体制，但其收益和市场价大幅升高的结果到1959年才显现出来）。我们经常发现价格和价值之间的差异，这是由于人们没有认识到公司的真实情况，这依次归因于会计核算的或公司关系的一些复杂因素。

有效的股票分析就是解决这些复杂因素并且弄清真实情况和真实价值。在本章中，我将给出这种分析作用的6个案例，它们取自铁路、公用事业和工业领域。其中3个案例在原先版本的第13章用

过。那里，我这样写道：“另一方面，选择现行的例证，并由此思考与我们推论所喻示的不同的市场，将是十分轻率的。而我们恰巧认为分析不具有例证的价值，哪怕是一个相当属实的例证，除非它充分反映了能适用于不确定的时间，换句话说，除非它甘冒不可避免地犯错误的风险。”1954年的版本中加入了一个新的案例，1959年的版本中加入了另一个案例。读者应该很有兴趣地去找出这些建议的结果。我现在提供6个不同案例。

案例I（选自1949年版）

北太平洋铁路普通股，1947年12月31日价：20美元，1948年12月31日：16.75美元。

综述

第一次世界大战前的很多年里，北太平洋公司是较强的铁路企业之一。在1901年至1930年间，它每年所付红利不低于每股5美元。30年代公司遭受了经济大萧条的沉重打击。它避开了财务清算，在第二次世界大战前的1936年至1940年间，收益极少，没有丝毫的分红。然后，从1940年起，它又获得了大量的收益，并且大大改善了自己的地位。在一定程度上说，这些收益1947年底并没有反映在价格上，它还处在1937年平均水平以下。这种迟缓现象的出现主要有两个原因：第一，

从1942年起，未能偿付超过每股1美元的红利——————似乎控制着股票的平均价格；第二，北太平洋公司报告中对股票真实收益计算不足，这是由于一定数量的重要收益条款未列入收入账目。

北太平洋公司额外收益能力中有4个要素超过了所说的每股收益。它们的各类和结果列在表31中，还带有注释。

表31证明，北太平洋公司在1938年至1947年间，仅以3倍于其真正的平均年收益的价格卖出其股票，并且在这段时间内，每股有68美元（不足1/3）通过保留的盈利加入了普通股的净资产。我在计算中最重要的调整是Burlington（C.B. & Q.）净资产的增加。北太平洋公司和the Great Northern拥有成功的运输业的近一半。根据技术统计规则，北太平洋公司未分配收益的Burlington股份不　必向公司的股东们报告，但在最后的分析中，它们的公司的自身收益一样真实可靠。实际上，对北太平洋公司的股东们来说，Burlington的业务总收益和净收益与公司直接运作所得的一样多。

表31　北太平洋铁路1938~1947年收益（注a）

项目 10年总数（美元） 每股看平均收益（美

元）

所报净收入附加净资产 94，000，000 3.80

1. Burlington R.R未分配收益的

北太平洋股份（48.6%）　　59，300，000 2.40

2. Spokane S. & N.R.R 未分配

收益的北太平洋服份（50%）9，600，000 0.39

3. 西北发展公司（拥有全部

100%）未分配收益 1，100，000 0.05

4. 房地产部分利润（公司把这些

记入盈余而不记入收入）　　12，800，000 0.51

总收益（用作调整） 178，200，000 7.15

所付红利 14，900，000 0.60

加入普通股资产净值 163，000，000 6.55

（10年：65.60）

注a.　作为报告，用于反映附加资产净值所作的调整。

在这种条件下，证券分析家的工作就是提供比公司自己的报表有更多信息的图表。表32提供的简明收入统计表为北太平洋公司的股东们反映了两个方面的统计结果：（1）提供给州商业委员会和

其证券持有者们的例行报表；（2）合并收益，包括它每股总收益、Burlington和S.P.& S.的净收益和地产部门转化为收入的利润。

这些综合数据不但大幅度超过所报每股收益，而且还反映了这个事实，即北太平洋公司的营业状况和信贷地位已经变得十分良好，最重要的是1937年以来，总固定费用消减了30%。

形成北太平洋公司地位的另一个因素，应该是分析家提供的它所拥有的广泛的设备，公司可以通过其他运输者定期所付租费获得丈量的收入（11947年，公路业获得了各种各样的净租金521.6万美元）。在战争期间，公路业花费了不少于4000万美元用于添置新设备，这是由于根据战时统计所允许的特殊的折旧费或折旧提成，设备也会贬值趋向零。在10年中，北太平洋公司自己用于折旧的支出总数是9800万美元，相当于以每股40美元计。这就意味着公司有大量的新有形资产以很小的净价记在资产负债表中。

表32 北太平洋铁路公司的分析结果（以千美元为单位）

项目 1947年 1937年

所报 所调 所报 所调

营业收入（总额） 142600 253000 64900

11800
可利用的费用（缴纳收入税之前） 27100 50300 14500 20900
固定费用 10500 13300 14400 19100
收入税 3200 12400 200
普通股剩余 13400 24600 100 1600
每股（注a） 5.40 9.90 0.06 0.65
盈利（缴纳收入税之前） 2.58倍 3.75倍 1.01倍 1.09倍
注a. 以美元为单位。
结论
北太平洋公司的案例论证了机警的投资者感兴趣的两个观点：第一，受传统统计方法的影响股份将在一个相当大的范围内变动，而在有些情况下不可能描绘出普通股真实的经营情况和结果。第二，如果长期保持与收益相关的低股息率，会导致越来越多的交易，这是由于低股息压低股价，同时它又允许不断增长的资产净值以未分配的收益形成积累。
1947年末，北太平洋公司的普通股毫无疑问地受到这两个因素的影响。这两个因素共同作用会万千一些似乎很清楚的估价过低的情况。除非以后铁路行业的运转比预期的总体市场不利得多，否

则，在20美元时购买北太平洋股票的人，只能期望对其股份和经营结果之间的悬

殊差异作重大校正。尽管随后的价格降至14美元，股息升至每股1.50美元，作出这处预测也还显得很冲动，但我愿意坚持这一点。

结果（1953年增长）

后来的发展是惊人的，1952年北太平洋以94美元卖出，差不多是1948年底的6倍。这次大幅度地提高是由于出现了我大1949年分析中没有预见到的事件，那就是在Williston盆地发现了一个重要的油田，那里的一大片地产属于北太平洋公司。这种从天而除的运气使它变成了公众投机的目标。

公司的全面收益保持在我的分析中反映的平均率水平，并且红利提高到每股基点3美元，按季度支付。在研究者中的一般观点是，作为铁路股北太平洋值得定在50美元的价位。如果在Williston盆地没有重大发现，我的建议可能会非常合理，但这个运气不可否认地证明了它是北太平洋案例中的重要因素。

案例II（选自1949年版）

标准动力与照明（SP&L）优先股，每股7美元（红利累计至1947年末，每股90美元）；1947年12月31日价：106美元。

综述

这个案例分析比其他证券分析更为复杂。我选择这是为了给读者以公司事务错综复杂的印象。那些不受投资中技术方面因素干扰的读者可能会略过这一部分。为了简明起见，我将扼要地进行分析。

SP&L是公用事业控股公司系统中一家最好的公司，此系统由于1935年制订的《控股公司条例》而被解散。SP&L的主要资产是标准电气公司的最优先股和普通股。后者在许多公司拥有股份，其中最重要的是费城公司。这也是一家控制着位于匹兹堡的著名的Duquesne Light公用事业的控股公司。

把SP&L系统复杂的组织精简或解散的计划被长期耽搁了，主要原因是由于标准电气优先股东和普通股股东们的利益冲突。1948年初，证券交易委员会施加了一些压力，以加快这一个工作的速度。

SP&L公司的一些显著要素概括在表33中。

该表的关键部分是估算价值的数据。这些数据选自一个有经验的公用事业股分析家的研究报告，该报告由纽约证券交易所（注1）于1948年2月出版。它们由标准电气公司系统的预计收益能力

所推出，并按保守的比率资本化。所有标准电气股票总价值的70%分配给最优先股，25%分配给次级优先股，5%分配给普通股。这个分配顺序，反映了证券分析家们

注1. Josephthal & Company。

表33　SP&L的结构（以百万美元为单位）

SP&L的资产　　1947年12月 估算价值
31日市价
40751股标准电气最优先股,每股7美元
@100 4,075 @160 6.520
116万股标准电气普通股　　@13/8　　9.595
@2.5 3.990
杂项债券和股票 概算1.300 1.300
总计 6.970 11.810
减去:债权结算的估计减少量 0.270 0.270
资产结余 6.700 11.540
资本化:
34054股SP&L优先股(每股100美元) 3.405
累计红利(每股90美元) 3.065
优先股债权总量 6.470 6.470
176万股普通股的结余 0.2309 5.070

关于上市优先股的优先权在执行实际计划过程中是怎样减少的观点。

SP&L优先股所示价值

根据上述资产评价，SP&L有足够的资金可以支付优先股每股190美元的全部本金并返回股利。如果运用这种方法，在每股106美元时购买优先股会非常有利可图，但有经验的投资者将考虑到优先股不会被完全付清的可能性。正因为如此，除了证券盘子较小或有利可图，有经验的投资者不愿意接受按计划购买证券的理论。和106美元的价格相比，出现的损失会达到25%，但SP&L优先股仍留有每股143美元的补偿价值（1947年12月起优先股加7美元股利）。

如果研究一下这样活动的历史，我们会发现SP&L优先股价值的另一种情况。在1945年S.E.C通过的重组计划中，其每股可送资本重组后的14.5股普通股，而标准电气公司的7美元优先股可获得10.5股。这为这两种上市股票确定了14.5：10.5的价值比。虽然新计划与旧的完全不同，但假定这些最优先股的相关价值不会有明显的变化，也是公平的。以1947年12月31日为基点，标准电气优先股每股7美元的市价将会保证和SP&L上市股133美元的价格相对应。事实表明，后一种股票在市场上被相对忽略了，大概主要是由于它不像标准电气公司那样出名。

结论

过去的经验表明，当过程延续时，标准电气7美元的优先股最终的计算会比其卖价高得多。因此，作为结论，我认为SP&L的优先股最终有较好结果是合理的。

会对这个结论产生不利影响的危险和障碍是什么呢？

首先，是时间问题。没有人能说出在这种情况下要多久才能得出结果，是需要两年呢还是更长时间。虽然这足以投机者望而却步，但对真正的投资者来说，这绝不是什么大问题；如果价值在所显示的价格附近变化，即使这个操作从1947年12月起用了3年时间，投资者也会对年收益非常满意。

其次，是存在这样的可能性，即当工作还在进行中时，经济形势就恶化了，所属公司股票价值急剧地下跌。危险是现实的，但在一定程度上，就公用事业普通股的一般性投资来说，其危险性与之相比没有什么不同。由于购买的‘SP&L优先股潜在价值大大地超过了它的目前价格，从而带来了大量的边际安全，所以公用事业因为发展不顺利所导致的最终三产的可能性相对减少了。

依据对复杂情况的详尽分析，这种廉价购买在绝大部分情况下会产生有利的结果。

结果（1953年增加）

标准电气公司和SP&L重组计划的耽搁比预期的要长。然而在这期间，公司潜在的地位提高了，并且1949年SP&L公司优先股价格在7美元时，红利重新开始支付。在1947年12月之后的3年里，股票以165美元卖出。1953年公司按股东的选择（或者是新股或者是现金），以面值支付了全部欠债，加上10美元的偿债溢付，再加上红利，总计每股214.65美元。

案例III（选自1949年版）

美国夏威夷轮船公司（AHS）。

在这个案例中，分析不依赖于未决定的收益能力，这是两次前期讨论的关键因素，但依赖于特别的资产负债运行。

财务上出现的情况

1947年底，AHS股票以每股39.5美元卖出。在那年的公司报告上，每股收益3.85美元，付红利3美元。在1940年至1947年间，报告上的每股平均收益4.25美元，分红3.30美元。在战前9年里几乎没有利润。一家大型投资服务机构算出它的每股净资产价值或资产净值大约是62美元。

这些数据说明AHS的股票没有大的吸引力。大多数二等企业从市场价赚取了比公用事业企业多

得多的利润。公司的报告表明，美国商业船队前途未卜甚至没有什么前途。

证券分析家调整的数据

资产负债情况　　报告显示，该公司有额外资产，数量相当于库存现金，但没有反映在资产负债表中，只是大部分表示在脚注中。这包括：

1. 补偿费（租金和船的征用费）。以前由政府提供给公司的但由于数量不足而被拒收，公司重新申请了更多的补偿，并且可能至少追回以前提供的那部分。

2. 债权。接管船只和别人还未偿还的，或者是部分未偿还的债务。

3. 所拥有的超过成本的股票增长的市场价值。

4. 税务部门承认多付但最终未能退的税款。

这些项目表示的额外现金价值，交税前大约为800万美元，税后大约为550万美元，平均到普通股的39.60万股上————只是未偿还的股票————每股约14美元。

比可用资产问题更有意义的是它们的结构。净资产大约3000万美元的总量，包括资产负债表中未列出的项目，其中大约2800万美元是流动的，并且这些资金中绝大部分是等价现金，这就意

味着市场价的每1美元都对应着近2美元的流动资金。它还表示1947年的绝大部分收益源自少量运输业资金的运用，反之，美国大量的债券和类似的现金资产在缴纳后只能产生大约每股1%的利润。1947年底的资产负债经过修正后概括在表34中。

表34 1947年12月31日 AHS公司资产负债表（以万美元为单位）

普通现金 45.06

特殊现金 1750.30

有价证券 451.00

应收项目和库存 673.90

减去：当前债务 647.40

留作资本收益税 382.00

净流动资产（所报告的） 2296.40

加上：未说明的债权和现值（概算） 800.00

减去与此相对的税（概算） 25.00

股东总流动资产 2864.40

固定资产 81.30

预付数量 128.70

股本总资产 3056.40

以39.60万股算，每股 77（美元）

经过修订的历史记录 1939年底，公司每股含有10美元周转资金及12.50美元的固定资产，总计

每股22.50美元。那年股票收盘在28.50美元。8年后，各种各样的固定资产降至约每股5美元，而净流动资产经过加上的调整升至不低于每股72美元。在那期间，公司每股付出了26.50美元的红利及增加了62美元的流动资产。

很清楚，自1939年起股东的地位改善了。在一定程度上说，这绝不会反映在前面引述的财务报告数据中。能产生大量现金价值的主要原因是以很高的比率将船舶的吨位转换成现钱。公司让它的在册船舶按每吨1美元或2美元的折合成本运营，因为公司能认识到，在战争情况下，通过保险和收取征用费，交税后，每吨相当于50美元的价值。这些收益并没有表现在其收益数据中，而它能进一步地被理解，是因为公司报告说只获得了政府当作租金所付补偿费的75%（公司对只收到75%的现金而剩余部分由法律支配提出了抗议）。

分析家的结论　如果可能，那么很难不作出这样的结论，此时AHS股票比1947年底每股40美元有价值得多。作为战争环境下的结果，企业不仅积累了很多的现金资产，而且从管理的角度它也不会决定将现金用于购买船只，除非习俗和表现出的交易条件从股东们的立场看来很有吸引力。考虑到几乎所有的资本都在流动和这种投资的最小值，

1947年的经营结果和分红都很令人满意。

当然，有这种可能性，就是这些现金资产投资没有利润而且连本金都被浪费了。每次投资都会有不利的可能，但追求利润的投资又不得不根据可能性作出决定。按照这个标准判断，对保存股东们所拥有的资产的管理能力就有了可信的根据。AHS公司在历史上走下坡路可以追溯到1899年。它从1902年起开始连续分红，除了1926年至1928年的繁盛期，这一点很奇怪。在第一次世界大战期间该公司支付的红利相当多。

1947年底，当该公司握有与现金资产等量的2900万美元的净值以及约3100万美元的总净资产时，其股票以仅仅1570万美元的企业市场总价值计价显然是低廉的。

结果

在1947年至1953年间，AHS保持了3美元的红利并使股价从40美元上升到60美元，显示出一人令人满意的综合结果。随后，更多的投机事件发生了，它们包括，股东们努力引起的一次政策改变，后来的控制转让，新型货船临时计划的宣布————后被搁置————以及用公司大部分股本重新采购。投机的热情使价格在1957年升到了142.5美元，不知何故，到1958年底又退回到91.5

美元。1959年初，公司提出以105美元购买那些多数股东未持有的股票。那些少量的股票有一半以这个价格成交了。

案例IV（选自1954年版）

荷兰王牌石油公司（RDP），美国股，1953年6月份：27美元。

综述

RDP占有RDS集团（英荷壳牌石油公司）60%的股价。集团总是作为整体经营，是世界第二大石油企业。直到近几年集团的财务和经营报表仍不健全。由于它不作全面分析，因此不能与其他石油公司作比较。这些不足在1951年的报告特别是1952年的报告中作出了补救。

对1952年经营情况的研究表明，英荷壳牌石油公司是一家非常活跃与成功的企业，根据它的预示收益力，公司的股票例外地在市场上以低价卖出。通过与同一领域的一家更大的竞争者新泽西标准石油公司的简单比较，这些事实会最有效地反映出来。更重要的数据反映在表35中。

作为大型石油企业，英荷壳牌石油公司和新泽西标准石油公司的所有相似之处都显示在相比较的数据中，但基本区别在于某些价格。英荷壳牌石油公司的预示市场价值（根据纽约证券交易所的场

外市场中英荷壳牌股票27美元的卖价）只是新泽西公司的29%，但它的销售量却是新泽西公司在90%，在折旧和损耗前，它们的净收益几乎相等。作为一个结果，购买英荷壳牌股票的投资者会获得3倍于新泽西股票投资者的现金收益及2.5倍于新泽西股票的最终收益。RDP的1953年6月价与其他大型美国石油公司所作的比较，表明获利是相类似的。

表36　两大石油公司1953年的比较（以美元为单位）

项目 英荷壳牌石油公司 新泽西标准石油公司

资本化：普通股 50，700，000 60，600，000

普通股市价值 1，368，000 4，727，000

长期债务 467，000 459，000

少数股权 235，000 464，000

资本化总量 2，070，000 5，650，000

（根据市场普通股）

1　销售减营业税　3，680，000　4，051，000

9 不计折旧的损耗的净值 1，048，000 1，119，000

5 折旧和损耗 382，000 228，000

2 收入税 278，000 293，000
年 少数股权 36，000 79，000
结 普通股结余 352，000 521，000
果
续表
1952年计算　英荷壳牌石油公司　新泽西标准石油公司
每股 市价比例（%）每股 市场比例（%）
收入 6.94 25.6 8.60 11.0
所得红利 1.38 5.0 4.25 5.5
收益、折旧和损耗14.48 53.8 12.36 14.7
净资产面值 44.50 164.8 52.50 67.3
总产量 4.72亿桶 6.53亿桶
比1951年增长（%）10.0 4.50
占美国产量比例（%）25.6 30.4
占Western Hemishere 73.4 81.0
产量比例（%）
精炼厂的经营量 6.08亿桶 6.99亿桶
资本支出 5.62亿 4.98亿
流动资金 11.34亿 12.94亿
结果（1959年增长）

无论是绝对的还是与新泽西标准石油公司完美的市场经营相比较而言，RDP的经营都是相当好

的。前者股票，1股已经分成3股，1957年价格达206美元，获利163%；RDP以20%的股利率分红后，升到120美元，提高了340%。

案例V（选自1959年版）

胡佛公司，A级股，1957年12月份：14美元。

综述

胡佛电动吸尘器公司是一家众所周知的美国真空吸尘器制造商。除了国内的商业经营外，它还控制着三家外国子公司，其中最重要的是它占有53%股权的英格兰胡佛电动吸尘器有限公司。这家英国子公司未分配的收益中有大量的资产净值。由于这些资产净值没有直接反映在收入统计表和资产负债表中，因此，母公司的收益和资产价值的计算都是不充分的。这方面的情况类似于北太平洋公司的案例，但没那么复杂。

在1957年底，胡佛电动吸尘器美国股定价偏低，这是因为卖出价只是当年总收益的4.3倍，少于10年平均收益7倍的值（见表36）。如果加入英国价格的53%，那么市场价只能由流动资金独立弥补。美国股只以它们有形资产净值的60%卖出，而英国股1957年的卖出价高于它们的资产价值。1957年的股利率接近8%。

考虑到公司盐分坚挺的地位和成功经营的长远历史，其股票显然估价过低，尤其与伦敦市场英国股票更自由的估价形成了鲜明对照。

表36　1957年胡佛电动吸尘器公司数据（以美元为单位）

资本化：普通A、B股（数量）　1，708，000

1957年12月价格 14

普通股市场价值 23，900，000

优先股 1，500，000

市场资本总额 25，440，000

1 销售量 53，108，000

9 税后净值 3，944，000

5 普通股净值 3，871，000

7 据报告每股所得收益 2.27

年 资产净值加上英国子公司1957年收益 1，710，000

结 每股 1.00

果 每股美国股所得收益（已调整） 3.27

1957年红利 1.10

据报告1948~1957年普通股平均收益 1.61

概算平均收益（包括英国净资产资产总值） 2.25

1957年12月资产负债表

净流动资产减去优先股 19，434，000

各种固定资产净值 7，032，000

海外公司投资（成本） 1，908，000

以上各项合计 28，374，000

普通股每股账面资产净值 16.66

加上英国子公司的盈余权益和储备金额 7.09

每股资产净值调整值 23.25

结果

这些股票在1957年以后，表现很好。1963年底，A级股（1股分成2股）的价格相当于67美元，而在6年前只是14美元。

案例VI（1964年6月的数据）

芝加哥特勒.赫特和东南铁路公司（TH），第一批债券，1994年到前，发行价2.75~4.25美元，此时交易价70美元；收入债券，1994年到期，发行价2.75~4.5美元，此时交易价67.5美元。

综述

在这个案例中，主要说明有时由于特殊的原因，在相关的价格和价值之间出现的差异。TH债券在低于其他债券一般价格时，卖得很好。

这些上市证券都是密尔沃基铁路的债券，例如芝加哥，密尔沃基，圣保罗和太平洋。它们获利

了2.75%的固定利息，在这一点上也在1994年到期的密尔沃基第一批面值4美元的债券相同。它们还采用了1.5%的浮动利率（根据收益的情况），这一点和密尔沃基面值4.5美元的A级收入债券相同（至于它们一定运费的留置权，TH的第一批债券领先于TH的收入债券，而作为同一大公司的债券在其他方面情况相同）。可以想像，实质上TH每美元利息收入和具有同样利息支付要求权的密尔沃基一样多。这样，TH的价值等于密尔沃基面值4美元的第一批债券的275/400或11/16，加上A级收入债券面值4.5美元的1/3。

1964年6月，各个价格和相应价值的关系列在表37中。

在这个表中，惊人之处是TH债券实际收益比MIA债券

表37　1964年6月TH债券价格与相应价值的比较

（以美元为单位）

项目 密尔沃基 TH债券

债券价格 相应价值

固定利息组成

芝加哥、密尔沃基、圣保罗和太平洋， 81.6 55.9

4美元首批债券，1994年到期

浮动利息组成；

芝加哥、密尔沃基、圣保罗和太平洋， 83.4 27.8

4.5美元收入债券，A级债券

TH债券等值 83.7

TH2.75~4.5美元首批债券现价 69.9

TH2.75~4.25美元收入的债券现价 67.5

到期报酬率 摩迪等级 标准.普尔等级

密尔沃基4美元首批债券 5.21% Ba Bbb

密尔沃基4.5美元A级收入债券 5.46% B B

密尔沃基4.5美元B级收入债券 5.97% B Ccc

TH 2.75~4.25美元首批债券 6.56% Ba Bb

TH 2.75~4.5美元收入债券 6.79% Ba B

高，虽然TH有大部分优先债权和利率和利率平价债权。TH支付的大部分利息是固定的铁路债券，相反4.5美元A级债券支付的全部是多少与收益挂钩的利息。尽管在可比较的领域情况相反，但在摩迪等级中，TH与密尔沃基4美元首批债券一样被评为：“一级”，这种评价比4.5美元的债券更好。也许，更令人惊异的是TH债券甚至比密尔沃基B级收入债券获益更多的事实，因为后者就利息的偿付权来说完全是低等级的债券。

各种证券价格矛盾的讨论已经持续了许多年，这里不是没有它不可思议的方面。就我的视点来说，它主要是由于TH债券不适当的证券形式引起的，而这种形式又是由于TH债券兼有固定和非固定利息的规定造成的。但是，作为证券分析者，证券实际的价值低估对于警告债券投资者提供了一个有效的根据，债券投资者可以在议价基础上通过将普通品质的债券出售而获益。

>>>>>12. 股票收益和价格的变动模式

现代股市的变动是一种大量技巧运用在狭窄领域的表现。

股市行为必然是一个令人困惑的行为，否则稍懂一点知识的人就能盈利。投资者必须着眼于价格的水平与潜在或核心价值的相互关系，而不是市场上正做什么或将要做什么的变化。

普通股的投资价值取决于反映该股票盈利能力的一定系数。盈利能力是指未来期望的平均收益。盈利能力概念应考虑到股票在不同年代好的和差的收益的数值。因此至少在理论上，普通股的价值或内在价值既不会因经济萧条时收益下降而下降，也不会因经济繁荣时收益提高而提高。价值变化只是与未来长期的发展相联系，或者与那些无关于原始评价的因素相联系（这种说法忽视了收益再投资能导致股票价值年复一年地增长，事实上，一个成长股这样的年度增长也许是相当重要的，但是，这种增长在价格行为上很少以规则方式来表现）。

股票价格同价值的偏离是明显的。股票价格对影响定期或近期收益的细微变化都会作出强烈的

反应，股市变化似乎显示这样一个公理：股票价格在市场形势有利时比不利时高。所谓有利与不利均是长期情况的一部分，两者均应无偏见这样的感觉，没有任何事是真正永久的，那么在逻辑上就可将短暂视作长久，尽管我们知道不是这样。

股市行为必然是一个令人困惑的行为，否则稍懂一点知识的人就能盈利。我们从一个小的情况就可看到股市的令人困惑之处，即有时股市价格反映市场正发生的事，有时则反映将可能发生的事。因此它类似我们熟悉的“贝壳”游戏。下期股市价格像豌豆一样随偶然因素灵活跳动，它不是跳到受今年市场影响的贝壳就是跑到受下一年市场影响的贝壳，甚至更下一年的贝壳，因此股民们常把他们的钱投到一个错误的地方。

正如读者们现在所知，投资者不能仅靠思考赢得股市贝壳游戏的胜利。这并不是由于我们缺乏智力或探索市场的能力，事实上正相反，这是由于有很多聪明而又经验丰富的人同时在市场中竞争并企图取得胜利，结果他们所有的技术和智力相互中和或抵消，事实上的经验、信息充分的结论反而显得无用，甚至不如抛硬币来决定。

现代股市的变动是一种大量技巧运用在狭窄领域的表现。聪明人之间相互竞争，一部分人盈

利，另一部分人则亏损。价格变动量实在是令人捉摸不透的，你对它了解愈少，其变化似乎愈有规则，因此也就可获得获利；当你在轻易获得利润的基础上试图去了解市场变动的准确规律时，你就会发现它并不是那么有规律，市场上充满了欺骗与灾难。

因此我得出这样的结论，当人们对市场变动较少注意时，却往往获得利润，这与人们的一般常识是相反的。投资者必须着眼于价格水平与潜在或核心价值的相互关系，而不是市场上正做什么或将要做什么的变化。

让我们用感性而非理性的方式来研究股市大范围小波动的一些特征。如果一个投资者准备购买并持有普通股，他至少应对该股过去几年中价格变动模式有所了解。如果他掌握了这些信息，过去35年的价格变动就会对他的购买与出售计划产生影响。

通过研究1924年至1959年的价格变动记录，我们看到没有人能预知股市价格变动的范围，但我们可以假定未来价格很有可能也像1924年至1959年一样变动，而不是偏离这一模式。所以，即使投资者不能或不愿意用这些典型价格变动知识去获利，但将其作为未来变化的心理准备是必要

的。

众所周知，1949年至1964年市场变动模式与以前同样长期的变动模式是很不相同的，在不同的例子之间价格变动的范围，但我们可以假定未来价格很有可能也像1924年至1959年一样变动，而不是偏离这一模式。所以，即使投资者不能或不愿意用这些典型价格变动知识去获利，但将其作为未来变化的心理准备是必要的。

众所周知，1949年至1964年市场变动模式与以前同样长期的变动模式是很不相同的，在不同的例子之间价格变动差别很大。谁能预测1965年至1979年的变动情况同过去的15年相似，或同1935年至1949年和1919年至1934年相似呢？

模式1： 普通股价格变动与高度稳定的收益

图1是一个非常有名的连锁店S.H.　Kress公司1924年至1945年的盈利和分红记录，同时反映了那段时间较极端的价格变动。

每股年收益的稳定性是特别引人注目的，在图左的22年中有16年股价仅在1.93～2.32美元之间变动，在图右的6年中高峰期为2.88美元，低谷期为1.38美元。图上没有一个点给出公司萧条和繁荣时的变化价格。变动完全起因于心理变化。该图利用相当精确的测量方法描述了市场价格的变动范

围。

在一定的环境下，价格变动的范围值得仔细考虑。例如从12美元升到62美元，然后降至9美元，又升到48美元，再降至20美元，再升至49美元。在1933年至1937年每股收益仅在2.11～2.31美元之间，但价格范围为13.5～47.5美元。在1939年至1945年的6年里，收益在1.93～2.25美元，而价格范围为19.5～49.25美元。（在最后几年里S.H. Kress公司的收益突然跃上2倍于战前的台阶，例如1950年每股收益为5.12美元，价格随收益相应升到62.5美元，1952年价格50.5～54.5美元之间波动，后来它的盈利能力几乎丧失。这说明在不同历史时期企业业务有巨大变动的倾向。）

一个类似的情况出现于哥伦比亚碳公司，在1922年至1945年间有15年，收益在5～7美元间变动，然而其价格依次从36美元升至135美元，降至65美元，升至136.5美元，再降至54美元（在1929年盈利是8.4美元，而价格上升至344美元；在1932年收益是1.77美元，而价格降至13.5美元）。

我们暂且撇开1928年至1933年间因股票市场的动荡而产生的价格变化不谈，上图说明了工业股的一般情况（其内部价值并无多大变化），牛市

价往往是熊市价的2～3倍。每一位购买普通股的股民都应知道证券市场的内在特征。

模式2： 普通股价格起伏与收益的显著变动

典型公司例子： 通用汽车公司

通用汽车公司在年销售额上无疑是全美乃至整个世界最大的公司。图2的数据说明了它盛衰荣枯的整个过程。尽管其平均收益能力和平均价值具有内在稳定性（主要原因是其在工业产业中的需求地位及管理政策的灵活性），通用汽车公司每年盈利仍有很大变动，市场价格变动更大。将图2分为1923年至1948年及1949年至1963年两部分（注1），这两部分的特征是整个工业股票的基本特征，概括了标准.普尔425种股票特征。

1923年至1948年的盈利、红利及市场价值变动数据已在第4章给出，这些数据并未能预示出1950年1股分成2股及1955年1股分成3股的情况。

令人感兴趣的是，1947年通用汽车股票的价格与20年前大致相同，尽管在中期它的销售额曾翻了两番，资产价值翻了一番，但低的边际收益及高的所得税及每股净盈利仅上升20％。

通用汽车普通股的市场价值变动使我们对其在产业中的重要性及质量表示怀疑。它从1925年的13美元上升到1929年的92美元，1932年降至

7.5美元，1936年重新升至

注1. 译者注： 原文如此。

77美元，1938年再次下跌到25.5美元，在1946年它升至80.5美元，同年跌至48美元。由图2的1948年未数据可知，在25年内其中心价在50～60美元，当然高于此价格的购买并不明智，而低于此价则显得有利可图。

投资者能相信或完全相信将来的价格将遵循这一模式发展吗？如果回答是肯定的，普通股投资的主要问题便得以解决，投资者能充满信心地等待机会的出现，从40美元买进，80美元卖出。不幸的是，过去的数据并不能对未来发展提供保证，只有建议罢了。在许多情况下，应警告投资者不能由过去的价格数据来预测未来的价格，也不能由它来保证未来的价格变化。

另外，过去记录对于那些只在市场价格显示出低于内部起初价格才购进，其他情况拒购任何股票（无论是一手股还是二手股）的头脑顽固的人来说，提供了相当的鼓舞力量。我重申，我对普通股投资者能有足够的理由等待在40美元购进80美元卖出表示怀疑。在价位合适时购进或在有利可图时购进，与其说是投资者精明，不如说是有合适和合理的时机，而这两种决策的选择应由投资者本人来

决定。

以上对于投资者遵循过去模式的警告性的叙述，在实际中得以证实。1949年通用汽车股平均价为62美元（大致在我那时建议的中心价位），尽管它的盈利是14.64美元。盈利呈不规则上升趋势，到1963年已经是33.3美元。价格从未滑到从前的低价位，实际上1963年上升至550美元（1股分成6股）。更令人感兴趣的是，即使在价格大幅上升后，与其他绩优股相比，它仍以较小的市盈率售出。

ATCHSON普通股的价格波动

作为通用汽车股票价格附例，我简述一个领先铁路股——————Atchison Topeka & Santa Fe（A. T. & S.）公司的情况。它从1900年18美元升至1909年的125美元，1917年和1921年降至75美元，1929年猛升至299美元，1932年降至18美元，1937年重升至95美元，1940年降至13美元的最低点，1946年爬升至121美元，1947年降至66美元，1948年又升至120美元。1900年至1909年和1940年至1946年有惊人的相似性，40年后历史重演（1951年和1956年股票1股分成10股后，1956年升至334美元，1957年跌至168美元，1964年重新回到370美元的价位）。

典型小规模上市公司： 英特太普

英特太普是一个排字机及相关设备的专业厂家，其产品出售给印刷和出版行业。公司成立于1916年，1923年股票上市，1947年销售额为774.5万美元，税后净利润为70.3万美元，自有资本大约为650万美元。图3显示了这一公司在1923年至1953年的盈利变化情况，不包括已被报导的1923年以前的最好盈利情况。这一点显示表明它是一个衰退行业，而且根据成长股理论，从它上市起就不会有投资需求。

实际上公司建立后运行良好，多年来普通股都能得到分红，并且公司抛出原始股，扩大其流动资金。

从安全角度分析，大部分时间公司股票风险很大。在这期间它为投资者带来较高的收益。尽管股票现行价格大约20美元，市盈率为10％，但在1938年至1942年里，市场价格围绕9美元在波动。

正如图3所示，英特太普公司的历史教训是很明显的，但又很少被注意到。购买那种收益已很高、短期前景差、价格低于几年前价格的股票是不明智的，而购买中性市场上的那些相对被忽视，价格比其实际价值低得多的股票则是明智的选择。

刚刚讨论过的3家公司的相对价格数据或许能引发出有趣的结论。表38给出了1923年至1952年4个不同年份的平均价格。

表38　1923～1952年3家公司普通股年度平均价格比较

（以美元为单位）

年份	Kress	通用汽车	英特太普
1923年	9	12	24
1940年	25	47	7
1947年	52	59	24
1952年	53	120（经调整）	31

结果表明，到1947年底最好的长期价格属于Kress，它反映了多年的稳定收益，被列入成长股的级别。但下一个5年Kress停止了增长，而通用汽车公司每股盈利与平均价格增长了2倍。但通过对数据的比较，最好的投资机会应是购买英特太普公司1940年的股票。由于在此之前英特太普的盈利业绩不高，这就导致了一个具有特别投资价值的低价。

这些结论与传统的投资理论很难吻合，其暗示开放的思想和独立的思考将会在华尔街取得好的红利。

模式3：极端的兴衰

下面列举的几个公司就其代表的证券市场持久的易被发现的部分来说，并不能称为典型的例子。极端的例子虽不常见，但却向投资者们展示了企业的发展变化是多么不同寻常。大多数人认为这些变化是由企业的成功与失败决定的，所以我们看到福特公司的每美元原始投资价值大幅增长。相反，有一个大学非常熟悉的例子：45年前许多人认为New Havevs铁路股是一个具有高投资价值的股票，而随着公司的最终破产，成百万的投入化为乌有。

投资者从一些极端的成功与失败的企业例子中，可以进一步了解到影响美国企业发展和对其进行投资的因素。下面的例子表明不同类型的企业变迁及与之有关的风险价值。对每一个例子我将附上一些评语，以便作一般的应用。

布鲁斯威克公司

让我们回到1964年来看下面的例子。

布鲁斯威克公司于1845年开业，1907年被合并，其普通股于1924年公开发行。该公司是办公桌、厨房设备的市场领导者。尽管它处于市场领导地位，但如表39所示，其经营业绩波动相当大，甚至出现巨大亏损。

在1936年至1955年间，该公司的盈利几乎

在不停地上下波动，1950年达到这期间股价最高点，每股5.08美元，3年以后又跌到最低点，每股0.32美元。如表40所示，股市价格比股票的实际价值低且被认为是垃圾股。现在每股的净值为28美元，市场价为42美元，盈利为1.21美元，每股分红12.5美分，另有5%的配股。但在1954年每股售价为13.75美元；在1964年公司销售额为3330万美元，净收入为69.30万美元，有47.30万流通股。

表39　布鲁斯威克公司1920～1929年收益和价格波动

（销售和净值以百万美元计）

年份 销售 普通股净值 每股收益 普通股价格

1920年 2.274 4.64

1921年 24.4 亏损2.619 亏损

1924年 25.8 2.231 4.46 48～50

1925年 23.4 亏损1.038 亏损 低24

1928年 29.3 2.930 5.85 高62

1929年 29.4 亏损3.278 亏损 低10（注a）

注a. 1930年

表40　布鲁斯威克公司1932～1955年收益和价格波动

（销售以百万美元计）

年份 销售 每股收益 普通股价格

1932年 3.9 （亏）2.85 低1.125
1937年 11.4 1.41 高24.5
1938年 10.8 1.90 低5.5
1940年 16.9 5.05 高29.5
1942年 18.4 3.28 低9.125
1945年 15.2 1.98 高40
1953年 31.9 0.32 低13.25
1954年 33.3 1.21 低13.00
1955年 38.6 2.52 20.75～31.625

很明显，在这段时间里布鲁斯威克公司均不能为投资者和投机者带来很高的利润。公司不久前进入学校办公设备领域，进行适度多元化经营。1956年一个生产自动私人侦探设备的合伙公司盈利高达50％，1958年布鲁斯威克公司取得了这个公司的所有权。在与美国机器铸造公司竞争中，公司同时生产旧式与新式厨房设备，并在这个利润较高的市场中迅速扩大了份额。另外它还进入许多毫无关联的行业中，如医疗设备、体育用品、游船等。

1961年该公司销售额达4.27亿美元，净利润达4500万美元，在1957年至1961年间股票劈股4次，现在16张新股票等于1张老股票。1961年，股票价格上涨到一个惊人的高度，约75美元，相当于

1张老股票涨到1200美元，而7年前老股票的价格在14美元以下；收益则是其29倍，每股45美分的红利还不到收益的1%，扣除股票交易的费用，普通股市值达12亿美元。

一个谨慎的安全分析家在这惊人的成功故事里应发现一些可疑的问题。第一，该公司面临巨大的扩大市场销售的压力，而扩大销售只有依靠降低价格来吸引老客户，过快的发展最终必然使行业进入狭窄的空间。第二，该公司在销售商品时借了大量的外债（它的短期及长期外债估计为7亿美元）。第三，它所报告的巨大利润放在分期付款账户上，实际上还没有支付所得税。如果分析人员对1920年以来的记录进行研究，一定会为该公司的巨大应收款的前景感到担忧。

1961年高峰期过后灾难就紧随其后，如考虑到应收款的损失，1963年该公司盈利情况发生巨大逆转，从年盈利4500万美元降到年亏损1000万美元，股价为10美元，比其最高价下降了87%，公司因此延迟支付1963年下半年的红利。

布鲁斯威克的故事说明了极为风行的美国公司的生动特征。拿破仑说，不愿意当元帅的士兵不是好士兵，而几乎所有试图飞到理想高空的企业都以沉重地摔回地上为代价。

圣.路易斯西南铁路（“棉花带”）公司

拉扎勒斯的故事被圣.路易斯西南铁路公司重演。到1947年6月，公司的优先股与普通股被最高权威机构的美国最高法院宣布为没有生命力和价值的股票。但一个月以后，股票价格复苏，使公司完全摆脱财政困境。公司冲出破产的阴霾，所有债务被付清。股民们像什么事也没有发生似的，重新抢购该股票。在随后的一年里，普通股得到其37年来首次分红。在公司濒临破产时期，其股票被纽约证券交易所作为可能没有价值的股票而停止上市，并且柜台以外交易也微乎其微。现在股票恢复了交易，股价比1951年上升了320美元，成为纽约交易所里股价最高的铁路股。

这些急剧的变化是怎样发生的呢？1929年之前，该公司经营不够稳定，“棉花带”已是一条经济效益低下的铁路。1930年至1941年公司连续亏损，在不可积累的优先股股息支付后，普通股每股损失达130美元。在1935年公司破产的托置人已被任命。1941年州际商业委员会已经认可了一个大规模削减债务、全部出售优先股与普通股的重组计划。这个计划也被美国地方法院批准，并得到上级法院的同意。股民们上访法院请求重新审议，结果被拒绝。股民们作出最后努力，上诉最高法院，在

1947年6月再次被拒绝。如果各项法律程序结束，该股票就要消失了。

但在各种复杂的法律程序操作时，“棉花带”的财务状况却由于战争与战后运输量的增加而发生了根本性的变化。1941年至1947年，该公司开始盈余，普通股价格达到200美元以上，平均每股年盈利达34美元。从净利润与毛利润比率来看，该公司已成为运行最有效的公司。

所以尽管“棉花带”的股民们在法律上诉方面失败了，但他们最终是胜利者。大量现金提高了公司的信用，基层法院劝说最高法院取消了公司破产程序。就像老式情节剧一样，英雄人物带着义钱在关键时候出现，企业被解救了。

我很难为如何购买像“棉花带”这样具有复兴活力的股票提出建议，因为大多数濒临破产的股票是消失而不是复兴。但这里存在一种道理，如果一个公司处于绝境而能重现活力，必须有使它从困境中复兴并不再出现经济拮据的良机。

银行家证券公司普通股

这个公司不仅在证券市场上的兴衰方面，而且在投资者态度的改变方面都值得研究。在财务较好的1928年，银行家证券公司被认为是比较可行的投资对象。那时候的投资者和投机者比现在的人

更加轻信财政政策，期望通过形成新的投资或调整旧的投资能够创造经济奇迹。然而经济奇迹被证明是海市蜃楼。愿望的幻灭对投资者的心理造成极大的打击，直到后来很长时间，投资者对利用别国资金的财政政策仍持怀疑态度。

银行家证券公司普通股的代表价值与市场价值在1928年至1952年的变动情况如表41.

在24年中普通股的资产价值大幅波动，最高价是最低价的2倍，然后达到比其繁荣时期还要高的价格。市场价格的变动也是巨大的，在1928年的清算价格是市场价格的30%，24年以后，清算价格为市场价格的140%。

表41　1928～1952的银行家证券公司普通股（以美元为单位）

年份	普通股年末净资产	当年高或低价
1928年	65	高218
1932年	亏55	低0.75
1936年	31	高44（1937年）
1941年	亏9	低3.5
1947年	259	高135（1946年）
1952年	424	年末140

银行家证券公司具有一些不同于普通投资合伙公司的特征，其优先股有参与的特权。通过这种

特权，它转走了资产上涨的60%。如果优先股没有这些特权，普通股价格在1952年底将上涨到每股893美元。公司主要集中投资在百货商店、房地产，另外投资于大规模的箱包业。在早期公司借入大量资金，相对增强了普通股的杠杆作用。

当1932年该股票以75美分出售时，显而易见其价值不少于55美元。没有自我保护的购买者应仔细分析一下在1941年出现的同样情况，两者均存在巨大利润与损失的可能性。

纺织品精加工机械公司

这是一个自相矛盾的极端例子，但又合乎逻辑。该公司的产品在市场上已认输但股票价值与价格却大幅上升。从表面上看该公司的表现并不奇怪。当一个公司经营不成功、被告知没有收益不能进行分红时，股票价格会狂跌，几乎没有人注意公司资产的转换价值。但在这个公司决定清算时，资产价值就变成可控因素。公司如存在大量债务，就会变得没有支付能力，股票持有者几乎得不到什么东西。但在大部分情况下，在公司清算关闭时仍有大量可出售资产，债权者可得到支付，股民们大体能收回其原来的投资。

在纺织品精加工机械公司丧失盈利能力时，已很少受到人们的青睐。1940年其优先股报价为3

美元，普通股约为1美元。1943年股东决定解散清算公司。在1944年至1945年的清算过程中，优先股总计每股收到110美元，在稍后几年中每股又收到80美元。

所以在清算过程中每股价格从3美元上涨到190美元。有趣的是普通股没有参与这一涨价过程。优先股每股累计有91美元的红利没有被支付，另外每股的资本合计为100美元，这就足够吸引了解情况的资金。

由于情况相似，一些细心的读者也许希望比较一下周期发生的美国装修公司优先股。该股1940年10月1股卖1美元。经过1930年至1940年的连续亏损后，战争使经营状况转好，大量利润得以实现，1947年优先股市场价值升到202美元。在这两个事例中，发生了几乎同样惊人的获利，前者通过公司退出行业来实现，而后者则通过公司拒绝退出行业来实现。

两个简单的例子

这里简要总结一下Reo汽车公司自1920年合并以来的兴衰情况。1920年至1929年企业连连盈利，总计达3800万美元；1930年至1940年企业连续亏损，亏损额达2200万美元，并且公司被暂时接管。1941年至1947年公司又恢复盈利，盈利额

达1500万美元。1949年股价下跌4美元，1952年又上升4美元。

资本金和公积金从1919年的1400万美元上升到1928年的3200万美元，1940年下降到200万美元，到1947年又上升到1600万美元。股票市场价格从1920年的1100万美元上升到1928年的7000万美元，1961年下跌至100万美元，1964年回升到1700万美元，1949年又下降到300万美元，1953年回升到1400万美元。

最后来看一下纽约证券交易所上市的Clinchfield煤炭公司。在1928年至1939年间，除1934年公司略有盈余外，其他年份均亏损。1940年每股盈利1美分，平均股债下降2点。到1948年平均每股盈利27美元，1950年股票价格达200美元。

无疑，股票市场上绝大部分理论收益并不是那些处于连续繁荣的公司所创造的，而是那些经历大起大落的公司所创造的，是通过在股票低价时购进、高价时出售创造出来的。如此大幅变动的利润只有通过事后计算才知道，但这些例子对聪明的投资者却有特别重要的意义。投资者应明白，股市价格的投资者却有特别重要的意义。投资者应明白，股市价格的大幅变动是对不同的影响因素的强烈反

应。对股市反应用“强烈”一词表明，股市可为有智慧与勇气的投资者创造许多相当好的机会。

模式4： 成长股的行为

最后部分有别于于先前，是因为它说明了股市行为的不同部分。一个成长股的确定，不仅是因为其一个特别好的历史，而且要求这种情况将继续下去。大部分公司股票的这种内在增长最终将会逐步或完全停止，所以，股票市场对其走向如果具有洞察力，许多成长股在其盈利能力出现减弱之前不丧失了高价位。

我们还不能对成长股市场发展变化趋势进行先见之明的判断。令股民们大吃一惊的是，当一个公司的实际收益已明显下降时，股价仍会保持很高。然后股民们对股市前景深感失望，而且这种失望的心态在股价较高的情况下表现更加强烈。

有时由于股民的固执心理，或长期前景看好的原因，一些恶化的成长股价格就会表现得比其应显示的价格高，1947年至1948年的航空股表现就是如此。

持续增长的3M公司

在叙述之前我们来看一下表42。

表42 1929~1963年的3M公司普通股

年份　普通股净收益　每股（注a）　高价（注

a）高价时市盈率

	（万美元）	（美元）	（美元）	（倍）
1929年	131.7	0.03	0.33	11.0
1939年	436.5	0.10	1.25	13.0
1947年	1071.5	0.23	3.00	13.0
1952年	1673.0	0.33	8.00	24.5
1957年	3943.6	0.78	34.00	43.5
1963年	9067.8	1.73	73.00	42.0

注a. 根据1963年资本额调整。

从表上我们得到一个很深的印象：3M公司有非常令人满意的历史，市场价值显示了股民的信心，认为公司在未来的几年里将会继续繁荣。该公司公布了市盈率后，公司的股票交易比1929年更活跃。值得注意的是，1929年整个公司的资产被评估高达1400万美元，到1958年其普通股的市价总额17.50亿美元。因公司连续盈利，为企业带来了高位市场价亦为企业带来了灾难。

3M公司的股价在1957年从101美元的高位降到次年的70美元，1961年又从87.5美元高位降至1962年的41美元低位。如此波动无疑是投资商的热情被公司不同寻常的增长所引发的必然结果。无论如何，股市这种波动与公司的真实盈利变化没有多少联系。

IBM公司有与3M公司几乎同样的经历。IBM公司的净收益包括国外收益，年利润从1929年的670万美元增长到1963年的3.03亿美元，股票价格从1929年的50美元上升到1964年初的192美元。但是如我在前面所指出的，在1961年12月到1962年5月不到6个月的时间里，股票价格下跌了50%以上。

利润下降的同时投资增长： 菲利浦.莫里斯公司

在1929年至1939年间，当几乎所有公司利润下降的同时，菲利浦公司的税前利润增长了20倍。这是企业的巨大成功。7年以后，公司净利润明显下降，但市场上投资热情依然高涨。1946年股市价格高达企业前盈利的27倍，是当年盈利的3.5倍。从那个水平起到1948年初，股价下跌了2/3，比其他领导股下跌幅度大得多。这明显是投机者对公司变化反应滞后的表现。随后公司的销售额和利润均有大幅增加，但有意义的是，1950年至1953年的牛市高价并没有超过1938年至1946年的最高点。

公司1953年的每股盈利为4.13美元，1957年每股盈利为4.50美元，但1957年的平均价格低于1953年的平均价格。

表43 1929~1952年的菲利浦.莫里斯公司

（销售和净利润以千美元为单位）

年份 销售 税前净利润 税后净利润 调整价格 实际价格

1929年 479 426 高23 23

1939年 73344 9140 7436 高144 144

1942年 112565 14254 7792 低55.5 55.5

1946年 170906 8251 4958 高177 71

1948年 低63 71

1950年 305804 35087 16689 高143 57

1952年 314895 22228 11345 低107 43

企业的运行结果并不代表投资者的热情

TWA公司的发展变化就像航空运输业的一个缩影，它有一个充满希望与失望的过程，许多年后投资者又恢复了信心。经过多年的发展，到1937年公司进入一个快速成长期。公司的收入迅速提高，1937年为500万美元，1944年为2500万美元，1947年为7900万美元，1952年为1.61亿美元，到了1963年达3.75亿美元。从交通流量来看，航空运输业的每一家公司都是充满希望的。

但TWA公司的净收入却是另外一种情况。公司从1937年96万美元的亏损发生意想不到的转变，1944年达到275.30万美元的净收入。随着

1946年至1947年毛收入的巨大增长，公司竟出现极不成比例的亏损。在这两年中亏损额达到2300万美元，而在是1945年公司的账面净资产为1800万美元，因此巨大的亏损将股东的资产一扫而光，使这个领头的成长股公司实际上变得无力偿债。在随后几年里，公司又恢复盈利。1950年至1952年，年平均盈利为900万美元，每股盈利为2.7美元，公司财务状况随公司发行新股得到改善。但1956年至1957年公司又出现了赤字。

正如读者可能预料的一样，TWA公司股票价格波动是极大的。在1937年从27.625美元下降到4美元。在1945年又上升到79美元，这个数据是市盈率的27倍以上，反映出投资者对未来有更大的信心。接着在1947年价格回落到13.5美元。

同一般股票的价格变动行为相反，TWA公司股票价格的下落幅度比收益和公司账务状况的下滑幅度小得多。1948年价格恢复到22美元，这表明公司股票总价值为2200万美元。但这对这个债务比资产多得多的公司来讲是一个微不足道的数，所以即使是这个紧缩的价格仍反应出投资者对公司未来充满乐观的一种固执。在1948年我写道：

通过比较TWA公司与北太平洋公司在1938年至1947年的财务状况与价格行为的不同之处，是

很有指导意义的。在一个例子中，巨大的利润增长并没有导致股票价格上涨；而在另一个例子中，巨大的亏损并没有导致价格下跌。在风险分析家看来，那些注意案例的股民的偏见在这自相矛盾的例子中表现得多么的固执与缺乏理性。当然这也有可能表示那些能看到10年或15年变化趋势的股民具有特殊才能，但以往的经验并不能支持这种“伟大的远见”。

对航空业充满自信的股民们认为公司的净收益在1948年以后将会增加，但1952年股价却低于1948年，股民们的预期又一次超过了现实。1957年TWA股价为9.5美元，到1962年为7.5美元，这同公司这两年的财务亏损是相一致的。

1963年公司的财产与股价发生了戏剧性的变化。该年每股盈利2.99美元，到1964年股价超过50美元，创造了一个新记录，所以股民们又重新进入一个对TWA与航空业充满信心的阶段。我相信那种过去发生过的股价与盈利相分离的情况又将重新发生。

1947年两个活跃的成长股的比较

在1947年，被投资者认为是成长股的股票中，可口可乐与IBM倍受青睐。这两家公司在过去的30多年中均取得了迅速的发展。如果参看表44

中所列的两家公司的有关数据，我们会发现投资者对可口可乐公司更加看好。1947年，可口可乐股票售价为每股盈利的26倍，而同期IBM股价仅为每股盈利的15倍不到。这说明可口可乐公司的股民认为，该公司的市盈率将比其他公司增长得快。事实如表45。

表44　1947年两家公司的统计（以美元为单位）

项目	可口可乐	IBM
销售	179 300 000	144 500 500
净收入	33 021 000	33 553 000
普通股每股收益	7.59	2.18（注a）
普通股价格范围	197~141	32~25（注a）
比率：高价对收益	26倍	15倍

注a. 根据1957年资本调整。

表45　1957年两家公司的统计（以美元为单位）

项目	可口可乐	IBM
销售	296 800 000	1 000 400 000
净收入	29 920 000	89 292 000
普通股每股收益	7.07	7.73
普通股价格范围	115~95	377~249（注a）
比率：高价对收益	16.3倍	48.8倍

注a. 根据1957年资本调整。

两家公司后来的表现同股民们预期的相反。IBM公司以一种特别快的速度继续增长，1957年的股价是1947年的12倍，1958年达到17倍；市盈率1957年是1947年48倍（这还不包括海外的辅助收入）。与此相反，可口可乐公司却带给1947年的追随者极大的失望。当其销售额继续增长时，净收入却在下降，每股的收益也在下降；1957年的股价还不到1947年的一半，标准.普尔平均市场指数不到1/3，最后市盈率从1957年的26倍下降到16.3倍。

在两个不同年份的高价股投资中，1947年对可口可乐的1000美元投资，到1957年仅值620美元，而1947年对IBM的1000美元投资，至1957年值11800美元，两者达到1：19。

这些数据比较说明，在不知道最佳收益的情况下，选择最好的成长股是不易实现的。股民错误选择股票的危险已在一些专门投资成长股的资金中体现，这种危险表现为价格的意外变化与整体股价相对比较的结果。

总结

最后4个例子表明，投资成长股有一些现实的意想不到的风险。我相信大部分投资者往往在不恰

当的时候对这种公司抱以极大希望。在下一章我将从另一角度讨论这个问题，并证明公司过去的发展并不能作为决策投资的充分条件。

>>>>13．收益和价格变化的组合分析

许多现在衰落的将会复兴，

许多现在荣耀的将会衰落。

投资者或许会问，关于债券应该如何更聪明地进行操作呢？对于这个问题没有现成的答案，因为相关的研究还没有进行。我有可能告诉投资者的是，在过去的年份里，不同的债券在实践中是如何操作的。可以用两种便利的方式来收集这些信息：（1）通过研究一个特别种类的债券被大量投资的实际结果；（2）通过记录大量市场行为的案例，从这些行为中可以统计出假定的投资结果。

投资研究很少被公开，以展示在实际中被实实在在地认识的结果，这个结果后面附带着一个公开的和定义了的理论，或者技术，或者跨越了相当长一个时期的选择计划。我确实有一堆未加工的资料，反映了大约200个投资基金政策的数据和运作状况。通过这些资料，这一类研究可以得到实施。这项工作已在进行着。其间，在投资分析档案中，并没有东西与大量客观的观察和经验的数据相一致，而观察和经验很有助于科学的进步。

假设研究与实际经验和系统记录相分离，并

在债券的全局行为和普通股的行为之间有着良好的比较，那么债券的研究成果就会更丰富，例如，那些远在1924年由E.L.史密斯编辑的跨越长长的1871年至1937年期间的Cowles委员会的资料。关于不同等级的公司债券的可比较成绩的复杂调查（在国家经济研究局的领导下）结果最近已发表。有一系列的研究————然而并未很好地集中在一起————与投资者关于优先股的经验相联系。毫无疑问，这种类型的更多更好的数据将会逐渐地出现在商业财政学院研究生院的研究活动中。然而，对爱寻根问底的投资者来说，这与他有权了解一般证券的重要性相比，供他使用的归纳性研究资料太少了。

在查尔斯.E.莫日尔基金的资助下，近年来，芝加哥大学对1926年以来纽约证券交易所上市的所有股票的表现进行了精心研究，从这个研究中得出的有趣数据已在1963年发表。

在我自己关于证券的工作中，亦有机会实施或指导了一系列对投资策略关系问题的研究。在本章我将提供它们中的部分结果，并评价它们对证券购买者的重要性。

四组随机案例和道.琼斯工业股票

第一项研究的目的，是为了测量所列地位和

周期————例如，很多年中市场上一直交易的纯粹的事实————影响多组证券的价格表现。我特别感兴趣于对比那些在1957年至1961年出现的、与其他组群容易区别的新普通股所表现出的质量和价格。我通过建立四组随机案例来实施，每个案例包括30种工业股票。第一组限于纽约证券交易所的股票，第二组为其他交易所的股票，第三组为1957年以前发行的未上市股票，第四级为1957年至1961年第一次发行的股票。在每组案例中，我使用了在1963年12月《标准.普尔月度股票指南》上首先出现的30种证券。

作为第五组案例，我采用了道.琼斯工业平均指数中的30种股票。然而这些并非随机挑选，也并非短期行为，它们可以说是最大和最强公司的不同方案的代表。

与每个组群中的投资者和投机者的经验极其相似，我假定所有股票按1957年和1961年最低和最高价的中间值购买，然后我把每个方案的市场价格变成1962年的低价，并统计了到1963年底的结果。

我为这些股票的最高市盈率增加了相关信息————用1957年至1961年的最高价格除以最高收益————以及其他方面的收益股利和资产价值

图表。材料被概括在表46中。

考虑到前述1962年衰退期间新普通股的社会购买者的经验，我认为所表现出的结果确实是可怕的（实际上真正结果或许比我所发生贩的更坏，因为标准.普尔将那样的证券选择在它的股票指南里，它或许假定这些选择比那些被省略的更好）。读者最好花费一些时间检查在股票市场所经历的交叉选择，它提供了可能是最有力的证据：小企业出售新普通股构成了最没有吸引力的“投资”（这个词完全是适用的）形式和最危险的投机中介。

与在较老的未上市股票中选出我们的30种样品股一样，我发现较小交易所的股票与纽约证券交易所的股票同样在

表46　5级普通股市场地位和首次交易日差异的比较

项目 道.琼斯30 NYSE30种 其他30种 1957年前 1957~1961年30种

种工业股票 上市股票 上市股票 30种非上市非上市股票

股票

质量因素

1963年支付股利 30 28 18 19 16

1957——1962年赤字 1 3 7 4 9

1962年1亿以上卖出数 30 20 2 1 1

1962年收益下降 20% 20% 34% 29% 28%

1957~1961年高价时市场评价

价格/收益 62.70 35.20 163.00 19.80 23.90

最高价/1957~1961年最大收益 21.60 21.00 18.10 13.30 26.00

最高价/1962年收益 24.30 25.60 27.00 18.90 36.00

最高价/资产价值 2.26 1.73 2.00 1.51 4.85

最高价/1957~1961平均价格 1.33 1.44 1.48 1.55 1.48

1963年末投资或投机者经验

1962~1963年下降 - 42.5% - 51.5% - 60% - 53% - 70%

自1957~1961年高点 - 16.0% - 30.0% - 40% - 25% - 56%

自1957~1961年平均数 - 16.0% - 32.5% - 48% - 37% - 55%

1963年接近于

1957~1961年高点 +14 - 2 - 22 平均 - 40

超过1957~1961年平均数量 20 11 7 7 8

超过1957~1961年高点数量 3 2 2 2 6
从1957~1961年平均一半少的数量 4 4 10 9 13

司质量和市场效果方面取得了积极的进步，最后，非随机的道.琼斯工业平均指数中的30种股票被发现给出了整组的最好结果。这些对比支持了我的观点：防御型投资者应该将他的普通股方案局限在大的和强的公司证券中。

表47 相关的各种指数情况

项目 道.琼斯工业 标准.普尔 国家证券局普遍

平均指数（注a） 500种股票综合 计算指数（注b）

1957～1961年平均 578 56.8 108.8

1961年高点 735 73.6 142.9

1962年低点 535 52.3 79.8

1963年终 767 75.0 141.8

1962年下降

自从1957～1961年高点 - 28% - 30% - 44%

自从1957～1961年平均 - 7% - 7% - 27%

1963年接近于

1957～1961年高点 + 4% + 2% - 1%

1957～1961年平均 ＋32％ ＋32％ ＋30％

注a. 这个平均作为一个单位显示了比平均的那些个别证券较小的变化。

注b. 月指数

在表47中我增加了资料，以比较标准.普尔公司的500种股票综合指数与按月提供的以35种未上市股票为基础的国家证券局工业平均指数所反映的市场价格变化。我们将注意到标准.普尔股票比道.琼斯30种工业股票运行得好，并且第三市场指数也运行得好。在1951年至1960年，开始时以100美元购买超过1000种纽约证券交易所的股票并持有它一直到期末的结果，与购买道.琼斯工业股票的指数相类似（这个事实被芝加哥大学的研究所证实）。这些数字似乎与我的随机案例的指示相矛盾，该指示认为单体组合的质量越高，所期待的结果就越好。

对所使用的平均指数的近期研究至少将部分地回答这里的明显矛盾。标准.普尔指数实际上是由公司规模权衡的，因为较大的和领导性的企业承担了价格变化的绝大部分，本质上它极不同于道.琼斯30种股票中的大企业。国家证券局指数的构成有点和道.琼斯类似，这个指数通过在最大和最强的未上市股票中选择35种来实现。所有的处于纽约证券交

易所的股票组合指数在1951年至1960年运行相当好的原因，或许是低质量股票并没有特殊的销售努力，并且或多或少地有以它们的相对价值出售的倾向。很清楚，由于对低等级证券大吹大擂的促销因素，诱使公众在它们的市盈率大于真正强大的公司时才出手，而可笑的价值高估并没有那么有害。

一个公司群的长期变动

将本世纪初纽约证券交易所的铁路股票清单和1948年的相同清单进行比较是有益的。尽管一些公司已经通过合并或其他一些形式而消失，但几乎所有比较重要的股票都能容易地被跟踪到1948年的情况。突出的事实是，每一种以高出1900年平均值出售的股票已经丧失了它的大部分价值；相反地，所有以高出1948年平均值出售的铁路股在1900年的估价相当的低。表48给出了列于纽约证券交易所的普通股的可比较价格。

表48　1900年与1948年一些铁路普通股的价格比较

（以美元为单位）

平价以上售出的股票　1900年1月价格　1948年6月30日价格

1 Central R. R. of N.J. 119 27

9 Chic, Milw. & St. Paul 118 ..(注a）

0 Chic, N. W. 172 ..(注a）
0 Chic, R. I. & Pac. 107 ..(注a）
年 Del. & Hudson 108 48
1 Gt. Northern pfd.（注b） 173 47
月 Del., Lacka & Western 178 48（注c）
III. Central 113 41
N.Y. Central 113 41
N.Y., New Haven & Hart. 135 16.5
Pennsylvania 132 41（注c）
1 Atchison, T. & Santa Fe 19 114
9 Cheapeake & Ohio 31 151（注d）
4 Norfolk & Western 24 242（注d）
8 St. Louis, S. W. 10 127
年 Union Pacific 46 191
6
月

注a. 1900年所引股票因公司破产而不存在。注b. 实际为一种普通股

注c. 平均为50美元 注d. 平价为25美元。

由这些价格记录所揭示的铁路股强弱地位的完全转变，是工业股票在过去年份中改变其投资质量的内在趋势的极端事例。按《圣经》的话：它或许是说得太多了，最后将变成第一，第一将变成最

后。但我们或许用得着贺拉斯写于他那个时代的一句诗（我已经使用它作为《证券分析》一书的题词）：

许多现在衰落的将会复兴，
许多现在荣耀的将会衰落。

这种地位上的剧烈改变为投资者警觉地摆脱偏见和偏好提供了独特的价值。当然，还存在着更多的问题，而且并非仅仅是区分那些前进和倒退了的公司。另外，人们还确信，这些有关前景的变化并没有导致它们与市场价格的变化完全一致。在下一部分，这些阐述可以说明这个问题。

提高质量的策略变化之结果

道.琼斯工业平均指数的历史为策略变更问题的有趣研究提供了材料。在平均指数被计算的60年里，它的成分经常处于剧烈的变化之中。（注1）这些变化的公开目的，是使其指数反映工业的变化和交易所中有代表性的重要证券的活动。然而，个人研究机构的研究揭示了一个更进一步的目的，即降低那些已相对不成功和不流行的成分，用更好的流行的成分来取代，从而提高指数的质量（用这种方式来处于不影响变更平均指数的美元价值）。

在这方面，道.琼斯工业平均指数的制定和运作很像典型的防御型投资者，这些投资者焦虑于维

持和改善他选择的证券质量，因而周期性地所了解的证券重新进行选择。这样

注1．1895年5月最初所列的12种股票，仅有美国烟草公司和通用电气公司2种得以保留；1916年12月增加的12种股票，有7种保留；1928年10月调整好的30种股票，有16种保留。

的选择效益如何呢？一个简单的测试可以用来比较包括替代效果在内的平均价格和没有作出改变时它将会拥有的价值。我们也可以比较道.琼斯价值的进展和其他的经过很多年仍稳定持有的价值。后者指标准.普尔354种（后来为425种）工业股票，这些股票从1918年起开始统计。结果如表49所示。

表49 道.琼斯和标准.普尔工业指数

时间	标准.普尔 425种工业股 （1941～1943＝100）	道.琼斯 工业股 （1941～1943＝100）	道.琼斯工业股 （实际数）
1918年	62（注a）	67	81
1928年	169	185	226
1941～1943年平均	100	100	122
1947年12月	152	146	179
1958年12月	590	479	584

1963年12月 793 625 763

注a. 根据354种证券。

从1918年至1928年，道.琼斯比较大的指数表现稍好，但在其他的每一个比较期，标准.普尔等指数表现更好。没有什么给人印象深刻的区别，它们所证明的大多是模棱两可的东西。它们表明，仅购买流行股和以新的领导股取代缺乏活力的股票而不考虑相对价格就作出选择，并不能得到什么。显然一个人如果不作分析或判断，每种股票购买一些，也可以获得至少同样的结果。

我们已经从道.琼斯指数中挑选出来的股票作了一些附加的测试。如果投资者1916年12月起开始持有20种股票的原始清单，它在1947年底仅值121美元。然而通过明显地大量地改变道.琼斯工业平均指数，将会使价值增加到181美元。但如果相似的比较从30种股票的第一份清单开始————1928年10月建立————将会得出一种不同的结论。未改变的清单在1947年底值193美元，相反，被38家私人研究机构在1928年至1939年间调整过的清单值181美元。这似乎证明了1916年清单是二流质量的，并且即使惯常的替代也被证明是有益的。

道.琼斯的方法也受到批评，因为它通过用新

股票（较低价位）替代旧股票（较高价位）来调整划分，然后迫使划分者像以前一样得到同样的最终价值。这种方法降低了分割股票的相对重要性，并且加大了未分割的和假设缺乏动力的股票的重要性。批评暗示，警觉的投资者在调整自己的持有量时不会犯任何相同的错误。然后，数字显示，道.琼斯平均指数按其自身的方式实际上只得到了很少的价值。明显地，根据不同的替代时期，分割股已经进展得太快，以至于它们未来进一步增长的机会注定比那些未分割股（到目前为止）差。这一点阐明了投资方式中的一个基本原则，即一个正确的概括必须始终将价格考虑进去。

影响道.琼斯平均指数效果的一个偶然因素是1932年IBM股的纳入和1939年的排除。股票被保留到期时，平均数将比它实际显示的要高。如果那些决定的人能够预测IBM价格和重要性的巨大变化，它们就几乎不会突然喜欢上美国电话电报公司股。清单制定者或投资者都不能事先说明这些事情。

让我按如下的证券转换方式来概括我的实际建议：

标准清单开始时，一级普通股的投资者肯定期待它们中的一部分在一些年以后会丧失质量。他

的目标应该是以牺牲最小的股息回报来代替，并且拥有一个能弥补它们在出售时所造成的任何原始价值亏损的公平机会。实现这个目标的最好方式是通过在基本群体中找出低市盈率的股票，或者在第二层次群体中购买股票。一个胜任的证券分析者通常推荐一个这样的证券，这些证券可通过客观测试显示出它充分地具有高出销售价的价值。这个证券替代的基本原则应该如下：用于证券买入的每个美元应该显示出比证券卖出的相同美元的价值更高的内在价值。

在总体上，我相信，质量能够通过价值方式来正确地获得。如果价值是丰富的，质量或许注定是充分的。

大趋势如何

华尔街的判断受过去的趋势影响多于其他与证券价值相联系的独立的因素。在市场中，人们公开承认其目的是参与未来的发展，而过去的持有是没有意义的，除非它加入到这种参与中。然而，基于过去预测未来，几乎是通常的习惯，这对市场上各种专业的公众的观点都是极端真实的。当市场取得了理想的进展时，几乎每个人都乐观的（或牛市的），而当市场下跌后，每个人又都是悲观的（或熊市的）。同样，人们几乎一直在期待着，过去成

长起来一个工厂或一个公司始终保持进步，那些处于低层的则变得越来越坏。

米德和格劳德斯基在《投资价值的衰退和涨潮》一书中说：“正在下跌的工厂，通常连续下跌，直到它们到达不为投资者支付任何东西的一点。”

我在过去50年中的想法和这个观点不相同。每一个建立起来的趋势都有一个固定的动向，这一点是真实的，这样，在观察的时候就更可能连续一个相当长的时期而非自我逆转。但这远不是指为那些“乘上车”的人创造一等利润的任何趋势都可以保持足够长的时间。对项目的更广泛的研究使我断定，金融图表每个部分的趋势转变得太频繁，就会使得对趋势的信任产生危险。对于将倾向投资于过去趋势的一个持续的期盼，肯定存在着充分的独立的原因，并且投资者必须警惕，以免对未来可能性的权衡过度地受过去的趋势曲线的影响。

在此，我不讨论作为一个交易计划，货币是否能被使用在平衡中，该平衡服务从于一般市场的趋势。在这里，项目太复杂太易争论了，以至于不允许用我自己挑选出的统计证据来处理。应该指出：（1）导致趋势的是一般公众交易的股票市场的标准公式；（2）是公众化的交易者在股票市场

上会失去金钱。

公众有一个类似的趋势来投机于工业群体，该群体在近来已经建立了最好的市场记录。我们知道，过分看重历史资料是危险的。表50的数字或许具有典型性，它们表现了5种在1939年1月至1946年12月运行最好的工业组随后的市场活动。

表50　　5种最好的工业组1939～1946年与1947年的对比

（1939年1月＝100）

工业组	1946年9月14日 价格指数	1947年12月31日 价格指数	
航空运输	373.8	205.0	
娱乐	347.4	210.5	
纸	207.8	244.5	
橡胶与轮胎	185.3	141.7	
投资公司	170.6	177.7	
平均	257.0	195.9	下降24％
一般市场	128.6	124.5	下降3％

来源：证券交易委员会月报

尽管优秀组群中的2组继续以令人满意的方式运作，另外3组的运行给5个组群带来的亏损远大于整个市场的亏损。

标准.普尔公司选择了35种战时股票，这些股

票保持了一个独立的价格指数。如果投资者在战争爆发时购买了这些股票并且持有到期终，他将得到仅仅3%的价格上涨。如果他已经购买了每种股票，即402种大指数的股票，他将得到31%的价格上涨。

工业利润的趋势并不比工业价格的趋势更值得依靠。例如，标准.普尔统计的1926年、1930年、1936年不同工厂集聚利润的行为显示出，所有工厂的利润在3年中的每一年基本相等。因为那些在1930年比在1926年收益更多的股票同时有着向上的趋势，那些有着较小的收益的股票显示了向下的趋势。当1930年与1963年相比时，这些趋势将怎样持续或变化呢？我所做的统计显示，变化的数量胜过持续的数量大约为2：1。

让我再将所得的数字作为投资资本的百分数。这些数字由纽约第一国家城市银行编纂了多年。表51选出了1929年代表着净价值最好百分比回报的5种工业股和代表着最差回报的5种工业股，并给出了1947年和1963年的相关指数。

表51　1929年净价值回报与其他年份比较（%）

工业股　1929年回报　1947年回报　1963年回报

1929年5种最好的工业股
汽车 23.5 20.8 19.6
印刷出版 21.5 21.3 12.5
商品连锁经营 19.9 18.8 8.5
金属矿山 19.6 11.5 8.6
化工 18.0 17.2 13.0
平均 20.5 17.9 14.4
1929年5种最差的工业股
煤矿 2.3 12.3 8.4
橡胶制品 3.9 16.1 9.7
棉织品 4.0 36.1 7.2（注a）
百货公司 10.2 14.7 9.1
石油产品 11.1 19.9 11.4
平均 6.3 19.8 9.2
a. 织物产品。

介于1929年和1947年的变化确定惊人，1929年的最差组群在1947年实际上超过了最好的组群，较前面的每一个工业在回报上显示了一个强劲的改善，而较后的每一种工业显示出下跌。

如果在1963年和1947年作一个类似的比较，我们发现5种最好的工业指数平均值从24.6%下跌到17.7%，而5种最差的平均值从4.2%上升到18.5%。

当然，战争环境和它的余波，在产生这种介于不同年份的繁荣和不繁荣指数的相对位置的异常转变中起了重要的作用。

加到1963年中的数字是处在正常条件下的相对变化的一个测量，它们显示出1929年5个最差的指数，放弃了1947年记录特别高的部分。但我们确实看到在1929年2个组群之间存在着一个很大的缺口，这受到“最优组”中5种股票的回报下跌和“最差组”中除了一个以外的收益的影响。

这些材料证实了这样的经济原理：在长期运作中，作为竞争力量逐渐作用的结果，在更有利的和很少有利的商业地区资本的回报趋向于集中，它把其他家的资本吸引到一家。这样的变化显露其自身所需的时间是不可预测的、易变的，在某些情况下会很长。这一点是真实的。但下面的运行趋势几乎表现在所有的工业中，这些工业发现它们本身在任何一个时期都处在回报率相反的一端，如果把这种趋势应用到工业中，那么它必须也应用到每个工业领域的大多数个体业务中，因为这里的“工业”仅仅是一组公司的名称。

这些观察对集中在公司中的流行的投资政策可以有特殊的应用。这些公司有着精彩的长期吸引力，并且愿意事先为多年以前期盼的结果支付高

价。长期的间隔需要使那样的投资面对一个特别的风险，或者通过正常的竞争，或者通过新的技术发展，或者兼有两者。作出这种承诺的公司，其较高的利润和增长率在支付期结束之前或许会受到严重的损害。

> > > > >第三篇 作为公司所有者的投资者

>>>>14. 股东与管理层

如果公共股持有人拥有大部分股票，他们将有能力运用投票权强制执行有利于自己的有效率的资本运行的标准。为了达到这一点，他们需要有比现在所展示的更多的知识和进取精神。

股东和管理层之间的关系可分为三级不同的情况：

第一级是法定权力机制。在这一级，股东具有至高无上的权力，根据股东的多数意见有权雇用和解雇管理人员，并使他们能完全依据股东们的意愿行事。尽管股东分布十分分散，但这并不妨碍他们在任何问题上的意见一致性。实际上，证券交易委员会已经采用一系列代理原则（这些原则已在大量公众股公司中采用），以便于股东发表意见，并求得共同支持。

第二级是股东权力在实际运行中是否得到贯彻实施。在这一级中，股东近乎于一个“失败者”。除非受到猛烈攻击而被迫采取行动，一般情况下，他们显得既无才智又反应迟钝。他们对管理层的提议如绵羊般动作迟缓，在管理状况很差时也不迅速采取行动去通过公司决议或委任新的管理职务；而采取行动的决定都是由单个股东或某一小团

体来完成，因此这些决定良莠不齐，有些值得支付，有些毫无意义。如果股东内部反对派在持股上有很大比例，他们可以获得足够的票数使提案通过，否则无论提案多好也得不到支持。同样，我们也几乎找不到这样的案例，即最初由普通股股东投票通过而被管理层反对的主张能得以执行。

第三级是股东是否得到管理层的实际对待。这种情况绝不说明公司状况不好。典型的管理层应建立在真诚、胜任和平等的关系上，从而作出正确的决策（尽管偶尔也决策失误）。或许我们能得出如下结论：出色的管理层造就愚笨的股东；而一旦效率低下，欺诈善骗的管理人员掌握生杀大权，则迫使股东们迅速清醒过来并采取行动。

公司情况不错，则不必大惊小怪了。但情况整体不错，却仍会出现若干小问题。如果一家公司1/10的管理人员平庸无能或1/10的股东未得到恰当的尊重，那么公司的大股东就需采取明智的行动。1/10这个数字似乎不算很大，但发展下去将一发不可收拾，最终整个公司将垮掉。

我们可以把问题归结为以下两个方面，这是股东们需关注的根本性问题：

（1）管理层是否富有效率？

（2）外部股股东的利润是否得到合适的认

可？

令人奇怪的是，尽管在股东和管理层争论时，这些问题都会提出，但中心议题却有些偏颇，往往纠缠于雇员薪金及个别事情不适当处理等问题上。

对管理层的过高报酬决不是一件可忽略的事情。这里存在着权力滥用的情况，特别是通过那些对管理层过多的股价选择权的承诺及一次又一次不适当的自由资金与津贴计划。雇员薪金与管理效率之间的关系并不密切。出色的公司管理并未使管理层有过高的薪金，差的管理才将报酬定得很高。而对于股东来说，工资支出很大并无收益。

管理效率

把世界经济管理分成效率高及效率低显得简单而幼稚。第一，我们对管理效率影响投资方向的重要性缺乏认同；第二，无法用理性的测试方式来决定管理效率的高低，人们所说的和所相信的都是公司成功程度的见闻和推论；第三，我们对用客观方式来改进或替换那些效率低下的管理方式并不怀有兴趣。不妨听听原始的却一语破的的美国商业管理名言吧：“如果你对管理毫无兴趣的话，干脆把股票卖掉！”

我们或许对这样矛盾的事实颇有微词，即上

帝似乎比任何股东更有经验。至少《新约全书》中的四个寓言中说明了这个事实：一个人的财富和他委托管理其财富的人之间有很强的联系。对于这种联系多数结果是一个有钱人对浪费其资源的管家或雇员的指责；你的管理拙劣，你不能再做管家。

表示股东与管理层关系正常的先决条件，首先，是他的员工是否优秀及忠于职守，这一点须引起股东的重视；其次，区分优秀的和劣等的雇员要有一套简单易行的标准，这种标准体系的建立，使得对管理能力高低的调查可以井然有序地顺利进行。在无法蒙蔽资产所有人的情况下，表明管理不成功或无效率的信号有三种：

（1）. 在经济繁荣时期，连续几年内对股东投资没有满意的回报；

（2）. 销售的边际利润未达到整个行业的边际利润；

（3）. 每股收益的增长未能达到整个工业的平均增长。

当三个信号同时出现时，股东很容易意识到管理出了问题。实际上，每个信号的出现都会在股东大会上提出并要求管理层寻求解决方案。如果管理层对股东的反应敏感的话，他们将意识到需要一个合理的解释，于是迅速寻找答案以便在受质疑时

应付。

股东或其代言人，怎样确定上述三个情况是否存在呢？如果资料齐全或经纪公司的研究部门统计无误，问题极易解决，仅需以下几个指数：一定时期的工业群，销售的累积边际利润，净资产价值的盈利，该工业群中每一公司每股盈利增长。那些低于平均水平的就是那些股东们可认定管理低下的企业。

本书首版时，曾列出一种运用上述比较方法的饶有兴趣的例子，尽管时隔多年，但仍值得提供出来以飨读者。主要原因是：（1）由于近期未曾出现此类典型例子；（2）它的结果有一些与众不同的特征。

这个比较出现在菲利浦.莫里斯公司（PMC）1948年3月的年报上，包括1938年至1947年的分析结果。它并非仅含菲利浦.莫里斯1家公司的数据，而是同时含有4家大的竞争公司的数据。表52列出了第一年及最后一年的数据。

表52 1938年和1947年PMC与4家竞争公司的效率指数（％）

项目	1938年		1947年	
	PMC	4家竞争公司	PMC	4家竞争公司
净资产中的净收入	24.6	13.4	8.6	13.3

净销售中的净收入 20.6 17.0 7.1 8.8
1947年对1938年的
净销售增长 170 156

上面数据显示出在过去几年里菲利浦.莫里斯公司在销售上的优势地位，然而，其他指标却都下降了。起初，菲利浦.莫里斯公司显示出很好的销售及资本盈利，并超过了其他竞争者。到1947年，尽管在数量上仍获得很大增长，但比率下降，优势尽失。税后净利润率8.6%这个数字，听起来不错，却不值一谈，因为它小于本年度制造业的一般税后利润率。更重要的是，那年菲利浦.莫里斯公司利润的很大一部分为借贷资本所得，贴除利息后其税后净利润率低于2%。

这10年的数据，展示出一个迅猛发展的公司由于竞争而成为一个普通公司的起初而极富传奇色彩的过程。

上例对股东与管理层的关系给予极具特征的说明：菲利浦.莫里斯公司报告的数据并未引起股东对此事的重视，盈利能力的降低在会上未被提出，在运作效率市面该公司落后于竞争者这一事实也未涉及。表面的销售增长蒙蔽了股东，以致他们认为公司已取得了很大的成就。

菲利浦.莫里斯公司的例子清楚地告诉我们：

管理效率与管理结果需保持一致。除非结果是好的，否则，对管理者自身不能作出任何有意义的评价。自然，为了获得股东认可及好的评价，某一方面的成功引起股东注意是件好事，但股东或其代理商应注意，表面的成功与实质的下降并不意味着管理效率好，尽管数字相同，实则差异很大。股东们因此有必要寻找根源或改变现状。

让我们再次注目于1938年至1947年菲利浦.莫里斯公司销售上的“辉煌”增长吧。尽管公司的盈利能力在下降，公司股东却对销售这一战绩表示满意并有点沾沾自喜。本书对该公司10年中评价管理效率的指标，即以销售而不是以利润来评价公司经营业绩提出质疑。具体来说，就是对扩大销售情有独钟，这大体是由于大多数情况下管理人员的薪金基于销售数字而非盈利值，同时大概是由于销售额越大，公司就显得越大，地位也更重要。

我对许多管理人员以牺牲利润来换取销售增长的做法提出很大的疑问。我理解菲利浦.莫里斯公司的年报重视销售额是基于每股利润增加额；同时，许多公司在年报中对资本投资利润率持续下降这种不好的状况并未指出来，我也表示理解。最后，值得一提的是在过去的10年里，尽管销售增长了，整个美国公司净资产盈利却明显下降了。这一

状况在呈送股东大会越来越详尽的年报里都未提出来并受到质疑。这使那些能力强而易于献身的的管理人员，不自觉地走向片面强调销售增长而忽视每股利润和每美元所含股东的股票数量的歧路。

董事会

下面来谈一谈董事会在决定管理者能力方面所扮演的角色。股东们对这一问题长期忽视的一个理由是：他们信任由自己挑选出来的董事会，相信他们有职责并有权力对管理人员进行判决。既然股东们远离经济舞台而由董事会来代表，那么，他们的惰性自然就会重现，这限制了他们通过选举董事会会员————他们的名字出现在正式的代理权书上————来运用自己的权力，因此一切由董事会来负责。

问题在于董事会往往与管理层密不可分，他们应当和管理层职权分离，但却做不到这一点。经常是从管理层中选出董事，而不是由董事会选择管理层。在许多情况下，行政人员或经理们往往组成董事会的大多数，这意味着股东不能控制管理情况。但其他情况下并没有什么改变，即使董事不是管理人员，但管理人员往往也是其密友从而他能插手管理。甚至当董事长老迈无用或已不能胜任工作时，却因具有与管理层的私交而未卸职。

那么，股东能通过什么方法得到出色的管理人员以代替无能的管理者呢？

第一步，大股东们应当明白改变现状的必要性并将行动贯彻始终。

第二步，大股东们应当足够开明，经常阅读管理人员上呈的资料，为股东和管理层双方权衡利弊以解决事端。他们至少能够知道何时公司业绩不行并寻求客观实在的手段来改变不利局面。

第三步，聘用外部管理公司来实施政策和执行管理，这在公司各方面数字处于平均水平之下时特别有用。一旦外聘管理公司的制度确立，察觉和消除低劣的管理就相对简单，而不是像以前那样显得不能改变。

外聘管理公司并不由现存董事会雇用，也不需对董事会汇报工作。外聘管理公司由股东们为此特设的独立委员会选择，同时直接向股东们汇报情况，研究费用由原公司承担。

有许多现存的经济代理商能够对公司管理作出贡献，它们在处理问题上富有经验，并对股东们有很大影响。它们包括重大投资基金会、股票交易公司联盟、金融分析家联合会、金融服务机构以及重要投资咨询公司。所有这些公司避开了业务领域的麻烦事。我认为它们正失去为投资公众提供服务

的机会，它们等待着聘用以完成其良好的意愿。

在这种情况下，尽管可通过成立控股投资基金以解决这一问题，但聘用外部管理公司来调查管理效率仍显得十分必要，即使在看上去正常运作的公司也一样。一旦大股东已提供有说服力的证据证明公司情况不妙，就应当支持外聘管理公司。如果股票掌握在公众手中，外聘公司的建议通过大股东的支持就能被公众所知并被采用。没有大股东的支持，公众就会继续对公司管理漠不关心。

也可用另一种方法，选用几个阅历丰富而独立的董事直接管理。他们应当有各方面的经验，能以独特的和专家的眼光将公司的问题洞察得一清二楚。因他们的阅历和技巧，薪水自然要高。他们向独立的机构单呈年报，对股东直接负责，并对股东关注的主要问题提出他们的观点：公司的业绩是否令人满意？业绩不好，出于何因？该从什么地方入手以解决问题？

上述两种方法并不对任何公司适用，两者仅为与其他公司相比较经营结果处于窘境的公司提供参考。正如第2章所言：令人失望的平均市场价格一定会提供明显而强有力的证据以引起外部股东对公司的注意。

平均市场价格可以被称为不充分的价格，它

来自下面两个标准：（1）如果它远低于股东的股值，即账面价值；（2）如果公司价格与账面价值的平均比率比整个工业的平均值低得多。第一个标准不能单独作为最后的评判，因为对于某个工业不适用，例如铁路工业便是一个明显的例子。即使是优秀的管理团体，也不会赚取足够的资金来支撑账面价值。在多数情况下，平均市场价格能很好地反映出财团对管理质量的综合评价。因此，如果价格情况不令人满意，根据以上的检验标准来判断，就能很自然地得出结论：管理未达到一般水平。显然，应当对管理进一步评价和研究，但股东对此并不感兴趣。

一般股东的合理待遇

管理有效却未使外部股东的股息达到最佳，这种情况的发生有许多原因，下面是最主要的几个原因：

（1）未支付与利润及股东股值相对应的红利。这些红利可以用股票形式或现金形式支付（但一个成长型公司可免除这些限制）。

（2）以相对低利润的方式来运用外部股东的资金。

（3）用股东的投资资金以低价反购公司股票。

（4）仅维持现有公司体制，而由外部股东直接控制内部资产时公司盈利情况将更好。

在讨论这些问题之前，应对“外部股东”这个词予以说明。外部股东是指所有人，因此不应该认为由他们中的单个来直接参与及控制公司政策。很显然，每一个公开发行股大于99％的上市公司，拥有发行股的股东即外部股东。内部股持有人很少，但在大部分情况下他们拥有大量的股息。

虽然在某些重要方面，内外部股东拥有相同的股息，其他方面情况就不同了或完全相反。当然，这两个不同群体，都希望股票有大的收益以及大的内部价，但内部股东一般不愿意通过改变管理来提高收益，因为这无疑等于解雇他们。更重要的是，对与外部股东直接相关的两个问题————分红和股票平均市场价，他们将以特殊的眼光来看待。

在投资上处于根本地位的是分红和市场价。它们是外部股东收回他们投资的唯一具体的方式，诚然，收益、经济强大及资产增加这些因素对他们也很重要，但这些只有在立即或最终影响他们的分红和市场价时显得那么重要。这意味着在考虑股东股息时，必须加上时间因子。若股息在几年内减少了，对外部股东来讲，股票价值便甚微。

首先，可以用代数的方式来确定未来收益的现在价值。若投资期很长或不能确定，可以用公式推出“利润”的精确值，例如以付较低的红利（未定）在实际中有一个很大的折扣作为因子来确定现有价值的未来价值。

其次，根据公共持股公司的特性，在投资期间有大量的股票参与流通或所有权转让。当实施降低现有市场价的政策时，表面上看是为了以后价值的增加，却会使卖出股价的人将来要承受不必要的损失，可能是很大的损失。私下里说，董事会常认为，对于外部股东因对公司没有信心的心理或投机的心理而卖出股票的行为，他们没有必要承担责任。这个观点是错误的。对于投资公众来说，卖出的一个重要动机是已有一个很好的卖方市场。卖出和买入是一样合法的行为。每个股东不但要在他卖出时有一个公平的市场，而且要有公平的机会去得到一个相对公正的价格，在这一点上，合理的公司政策能给他们提供机会。

为什么内部股东对提供一种合理分红及平均市场价的政策毫无兴趣呢？奇怪的是我们对此知之甚少。内部股东不依靠分红和平均市场价来确定他们持股的价值，它的价值与他们想何时处理股份及是处理股份的做法有关。如果想通过提高红利的方

式来确保价值，他们就提高红利；如果确保价值可以通过把股票卖给其他公司或资本重估，或收回不必要的现金资产，或放弃控股的公司，他们就可用其中的任何一种方式。

内部股东从未因过低的市场价而遭受损失，他们有权力调整市场价，想卖时，就改变市场状况以利于他们卖出。同时，在许多方面他们有机会获得收益。例如，在讨价还价时获得更多的股票份额的机会，以较小的估价而少付资产（或未来资产）税，分红付出多时可减少附加税。对他们来说，这仅意味着钱从一个部分转移到另一个部门。

持股公司

外部股东和内部股东在根本地位上存在着很大的差距，这一点在合作群体即持股公司上得以充分体现。我并不想来细谈持股公司的类型，即仅简单地把它理解为在不同国家和地区公司经济运营的一种便捷形式。从这一点来说，美国钢铁公司、通用汽车公司、美国电话电报公司都是持股公司，但华尔街通常并不如此理解。这个含义一般应用于一个新企业形成时，其主要目的是从一个或多个老公司上获得控股收益。

本世纪20年代是一个疯狂投机以及公司大规模扩张的时期，上述形式的持股公司得到迅猛发展

并在华尔街风靡一时。这种惊人的推动使该类型的持股公司在市场上显得异常活跃，因此在市场上抛售股票总有赚头，人们愿意把操作公司的股票转向持股公司的股票（转让股票通常意味着一般持股公司转向超级持股公司，这是公用事业领域常发生的事。凌驾于实际操作企业之上，不少于6家持股公司，这就是著名的Isull金字塔式）。

自1929年至1933年的大灾难后，持股公司不再盛行。这一点很好解释，因为投资者损失巨大。这形成一个普遍的市场规律，非控制型股东的股价低于资产价。换句话讲，他们（这些股东）卖出股票时，价格已打上了折扣。

这种情况意味着持股公司用两种价格对待不同的股东，外部股东是一个价，而内部股东（实际控制者）的价格却高出40%～50%。对于内部股东，他们可以通过随意地撇除折扣、简单地解散持股公司或以适当的方式重购股票就能做到这一点。这有许多例子可以证明。当然，在有些时候，外部股东也可通过市场价的提高而获得收益。但是，这是随机的和不可预测的，大部分外部股东总是抛出股票时选错了时机。总之，大家都认同这一点：一个持股公司，利用价格上的折扣进行业务是毫无道理的。

诚如在1935年的公开上市持股公司法案所体现的那样，遵照法律强迫解散那些持股公司。整个历史过程极具讽刺意义。企业董事会对这一法案的“死亡判决”提出抗议并作出强烈反击，他们尽量争取其股民的支持以阻止该法案通过，并在年报中指出他们的努力将在法庭上取得胜利，好像由此他们就能保持住他们的证券持有人的利益一样。但近年来市场价有力地证明：解散持股公司，股东将从中获利而不致造成损失。母公司证券由操作公司证券代替，来自母公司的价格折扣消失而股民将从证券中获利。

所有懂得市场价持股公司的股民都知道这种情况，但很少有人作出努力去迫使他们的董事会解散持股公司而不是为它的存在与法案作斗争，大多数人仍每年坚持在持股公司上签名。

MISSION公司的例子

让我以Mission公司为例来说明外部股东在持股公司中的状况。这家公司的股票在纽约证券交易所上市。除带有持股公司的共同特点外，这家企业有一些特殊的地方。它成立于1935年，并拥有两个石油公司的股价————Tidewater联合公司及Skelly石油公司。市场折扣越来越大，到1937年底达35%，并且这是以后10年折扣的平均数字。

持股公司对公众的不吸引人之处在于以下一点上可以得到说明：尽管在这一时期另一家石油公司————西太平洋石油公司曾通过大量购股而获得45％的控股权，Mission公司股的市场价与资产价间的折扣仍然很大。

1947年，欲通过Mission公司与Sunray油田合并的方法来结束Mission公司的存在。这一合并不同寻常。控股的西太平洋石油公司由此可得到7900万美元的现金，Mission公司的外部股东（股民）将得到Sunray油田普通股，含大量债券并有优先权。股民们同意这一交易吗？这个交易看起来不平等，但股票却以高于Mission公司的市场价售出，因为Mission股中含有大量的折扣。

这时引入了新的因素，最近辞职的Mission公司总裁（也是Skelly石油公司总裁）斥责合并中有许多不公平因素，并诉诸法律以禁止合并，使合并最终成为泡影。1947年底，Mission的价格从破产清理价中又打了35％的折扣。

在与合并作斗争的过程中出现了一些有意义的言论，其中最有名的是前总裁的预言：如果交易被禁，他将采取紧急措施，对Mission公司财产进行清算，以使得每个股民对Skelly石油公司和Tidewater联合公司有直接控股权。这就使得公司

内部群体中有一部分人认为持股公司的存在与外部股民的地位是对立的。

应当指出，Mission公司在以后几年里情况良好，尽管仍有折扣这一因素存在。这种情况的出现，很大程度上来自Skelly石油公司盈利及市场价格的提高，只有一小部分来自Tidewater联合公司。我们并未发现证据以表明控股对它以后的顺利发展有值得称道的地方，但上面详尽的事实说明，内部提供的优势超过了外部所提供的。

结果，直到1964年Mission公司的组成都没有变化，而它的价格却随着Skelly股票价格的提高而提高。到1963年底，Mission公司仅以净资产的很小折扣出售。

弗兰克——怀俄明石油公司（FWO）的例子

该公司股票在美国境外上市，上市所为巴黎交易所。它从1958年至1962年报告的盈利率在每股1.52%~1.50%之间，每股红利1.20美元，1963年成交价为36美元。

1964年4月，一家纽约和巴黎联合银行（Lazard Freres），代表某些合作公司以每股55美元来收购FWO的股份，并指出这是远高于5年内每股的最高价。但公司董事会指使股东反对这一报价，并宣称单独的公司债券投资价就超过了40美

元，若加上法国相当大的资产，公司有信心使每股收入增加2美元。董事会又指出："我们所有资产保值不变，保守地讲每股也将超过80美元。"同时董事会声称："从股东的利润出发，通过交涉将获得更高的价值。"

董事会真正的含义是其政策压低了市场价，使它比公司合理股价低了一半。对高石油储备、低产量及低产出的这一投资债券而言，每股合理价为80美元的股票，仅有2％的盈利及1.5％的红利回报，而且没有什么能显示出过去及将来盈利的增长系数。

这里产生了持股公司外部股民起反作用的经典例子。在这种情况下，未来的市场低价将持续一段时间，直到某些领导人因他们的利益而意识到股票的潜在价值（当然，这依他们意愿而定），或者，一些外部经济利益显示能够用标价的方法（使价格处于市场低价及资产合理价之间的某个位置上），把存在的利润潜力和无助的股东分离。

FWO的独特而惊人的做法是，董事会正在控告Lazard年度收购计划及计划中的所有条款，并宣称："控告理由是交易与公众利益相背，因为它建立了一个与巴黎交易所官方指数相背离的价格。FWO为股民的利润及公司的信誉着想，有义务去捍

卫由巴黎交易所供需状况确定的价格。”

董事会所说似乎是为股民的利益考虑，以使得他们的股票不能以高于目前市场价50％的价格出售。而董事会及巴黎交易所有权使股票以远低于真正价格的价格出售，并禁止任何人擅自改动。好个如意算盘！

由于董事会的反对并施以威胁，使所有低于报价的股票以55美元的价格售出。更令人感兴趣的是，不低于报价（55美元）的股票猛涨至70美元售出，有的成交价甚至涨到110美元。

对于上述收购接管方面的努力，引起了很多方面的批评及反对。这种高于市场价的购股报价，常被称为“抢掠者”。不仅将被取代的原公司董事会这么说，其他人也这么说。我的观点正好相反，当然，我从接管操作的角度出发，也并不是完全公正的。购股的报价仅与欲购者和外部股东有关。没有股东会反对以高于目前市场价来报价，也不会反对市场正常的价格提升。如果他愿意持有股票，没有人能迫使它卖掉。在没有报价的情况下，他保留它们是期望升值（不愿看到自己处于不利局面）。像FWO例子中的其他许多情况，与收购接管报价前相比，它的股票价格在接管后提高了许多。

董事会有什么权力去反对这种为股民提供的

高于市场价的报价呢？是否它拥有法定的权力可以继续无视其糟糕的管理，并可用其他手段使市场价远低于真实价呢？实际上，接管（公开报价一次性收购及长期性收购）是股民从董事会的不公正待遇中解脱出来的唯一方法。既然股东总是漠不关心及表现懒散，那么只有通过外部或新的利益集团来改变这一状况而使情况好转。股东自然希望公司股价在未来高于其收购报价，这样他们将为自己的努力得到补偿。如果董事会想确保自己不被取代，它所要做的就是把公司处理好，公正地对待股民，尽一切所能防止股票不断以低于真实价的价格售出。

过剩的现金资产

现在我们对持有过多现金的问题简要谈一谈。

许多相对不太成功或是不够大众化的企业往往会随着时间的推移而积累相当多的额外现金资产。这些现金有时来自前几年的股票生意，而现在作为不必要的资产持有；有时来自大量固定资产贬值及耗尽而逐年积累的资金，实质上是原始资产被转化成了现金；有时来自数目巨大的临时收入。这些现金资产只会产出很小的收益，一般形式为国家债券，而且企业经营达不到最佳状态。相比较于持有流动资产，它们的市场价格也倾向于反映出较小

的创造利润的能力。

只要这些过量资金保留在企业上，外部股东将很少从分红或市场价格中获利。对于这部分过量资金来说，一个较好的出路是用低于公平价的价格购买外部股。内部股股东能评估出这些现金形式的资产对他们而言的全部价值，因为这些现金在其控制之下，如果他们想得到与资产比例相对应的股票额，可以轻易地安排一次分红。

1929年后，一个公司重新购买自己的股价已成为一个被广泛采用的标准的操作方法。金融权威们对于重购中出现的公平待遇问题未引起足够重视，而股东也未考虑这一点。故而，在这里须采用一个基本原则：一个公司必须公平地对待它所有的股东，它应该给予投资者一个公平的价格。

如果这样一个公平的价格高于市场价————这种情况经常发生————那么重购必须以竞争性的招标方式进行，最高的投标价应与公平的价格相当。

在投资基金领域和持股公司系统形成的公用事业领域，SEC（证券交易委员会）已制止了一些不平等的重购政策，但也仅在这些领域SEC才对购买股份者有裁决权。如果我们能提高股东在处理这些事情上的智力水平，那么公正待遇也就随之而

来，以替代那些专制的法规，而且它会应用于每一个公共持股的企业。

这里需指出，在第11章曾将美国夏威夷轮船公司作为低估价值的公司，就是我们讨论过的两种情况中的一个例子。它的现金资产不能反映它的市场价格，因为它只产出了很小的收益，而且现在和将来的运行结果也未被看好。它的相当一部分现金资产已经持续数年被用于重购股份，并往往低于公平的价格，大概有20％的资产是以这种低价方式收回的。

在第10章曾提及的Burton-Dixie公司，在市场价每股20美元的情况下以每股16美元拥有现金资产。好像它将会成为一个通行的例子：拥有超过需要的现金，导致股东的投资权益不充分。

金融效率的概念

本章中两个主要分支可用“金融效率”的概念统一起来。一个公司可以管理得很好，但同时却没有外部股东以同样的回报，这是因为它的“效率”仅局限于操作运行，而没有扩展到资本的最佳利用。其实，有效率的运行是以低成本产出最高利润，有效率的金融都需求股东的资产并以适合他们最大利益的方式运作。而这一问题，对管理者来说兴趣很小。事实上，管理者总是从股东手中获取尽

可能多的资本来减小自己的金融问题。这样，一个典型的管理方式在操作上往往需要更多的资本，如果股东允许的话（事实上他们经常允许）。

一般不能指望一个大型企业的公众股东们能像一个年轻而精力充沛的企业家一样，为了从自己投入的资本中获取最大收益而艰苦努力。我不能提供完美的建议，以教股东应该怎样对管理者提出恰当的要求。但我能够作出这样的结论：现有资本不能取得足够收益去支持它的公正的市场价格。这种严厉的批评态度得到部分股东的大力支持。他们的质问事实上应该延伸到这个问题：使用的资金数目和使用的方式对企业的要求和结果是否合宜。

对于控制企业的股东（大股东），保留过多资金还不是一件糟糕透顶的事，因为他们尚有能力在想退出时收回资本。诚如上面所述，这是一个给内部股东不正当收益的重要途径。如果公众股持有人拥有大部分股票，他们将有能力运用投票权强制执行有利于自己的有效率的资本运行的标准。为了达到这一点，他们需要有比现在所展示的更多的知识和进取精神。如果内部股东有足够多的股票来构成有效的表决控制权，外部股东即使有保护自己的强烈要求也无能为力。为了处理这些相当常见的情况，我确信有必要进一步发展现有的法律体系，以

便界定企业控制者对于那些无权力影响企业的外部股东所应有的信用和责任。

证券交易委员会与投资者保护

众所周知，证券交易委员会（SEC）于1933年组建，随后立法，以纠正财政滥用和保护公众投资者。它是一个有力而且活跃的实体，拥有很多不同的功能以及达到目的的途径。但若认为该委员会是投资者权益的全能保护人，这无疑是一个错误。它的工作在八条不同的法令下协同进行，每条法令都给予它明确但有节制的权力和义务。（注1）

委员会在新的证券发行中拥有广泛权力，但只涉及信息方面，它没有义务深察证券的价值或出售价格的公平性。同样，它有权力广泛调查和惩罚证券交易中的垄断行为，但它对证券价格却不负责任（它在未立项交易中也拥有相类似的权力和义务）。在破产法第五章指导下，它在公司重组中发挥积极作用，而且努力作出对不同股票持有都公平合理的财政计划。但在这些领域中，它没有直接的判决权，而只充当向法庭提建议的角色。它在投资公司、投资建议、债券信用方面主要保证相关的许多不同法令被遵循。

1935年的《公用事业持股公司法案》准予委员会在与证券相关联的其他领域发挥更广泛的作

用。一方面它被授予义务去改造一个一般不令人满意的公司，这包括打破金字塔式拥有企业和在空间上铺得太大的交流，以及扼制选出没有充分公众股的公司，并对优先股、普通股之间的表决权进行等量分配。除了之些，委员会对控制公司系统中每个组成部分之间的财务转移拥有最大的权力，并应用到新股发行、老股撤出

注1.　　这些法令是：（1）1933年《证券法》，内容是关于证券的发行；（2）1934年《证券交易法》，关于机构参与的市场中的交易；（3）1938年《马隆法》，关于未上市股票交易的范围；（4）1935年《公用事业持股公司法案》，关于制止该领域非正当行为；（5）1938年《杂货商法》，增加了《破产法》的第十章，建立了法人重组的新秩序；（6）1939年《信托契约法》，明确了公司债务托管人的责任；（7）1940年《投资公司法》，规定了公众持有的投资基金；（8）1940年《合伙投资顾问法》。

以及各种形式的账务出入等领域中去。现在，这项法案已通过了30年，只有一小部分公用事业持股公司还存在着，因此委员会在这个领域的活动已大量减少。这项困难的工作如此好地得到完成，着实令投资公众好生感激。

委员会有权要求发售新股的公司和正在交易的公司以它规定的方式定期作工作汇报。它协调代理人在年度或特别会议上的各种要求，它也收集、惩罚内部的以自己的股票做交易的人————官员、企业领导人、大股东等。

以上列出的权力和责任是令人生畏的。我不想去贬低SEC在控制企业财政行为方面的重要性，但无论怎么说，它向投资者提供的是不完全的（这一点可预计出来），而且也是不规则的东西。以重购资本计划为例，如果它处于《公用事业持股公司法案》的调节下，那么每个细节都必须经SEC的监督和批准；即使证券持有人想急于接受这一计划，但委员会如果认为条款不完全公正也会不予批准。但在工业公司有偿债能力的情形下，它并没有义务和权力去通过这一计划，它的作用仅限于确信代理声明的理由是充足的。

用法律的态度使股票持有人具有作出强有力决断的能力，存在着相类似的矛盾。对于那些无力偿债的公司，债券持有人或股票持有人无法解决自身的困难，只能依靠法庭。SEC及一些公正的机构将为他们作出公平合理的判别。由于完整的机制已建立，从而能保护投资者以反对由董事会及利益控制集团所作的不适当的决定。对于那些有偿债能力

的公司，法律相信外部股票持有人能对董事会决议提出独立而有创见的观点，包括那些公司机构是否延续的问题。但经验指出股票持有人并不能明智的作出决定。

SEC的功能并不包括股票持有人和董事会间的两个主要问题，即管理效率及内部股持有人对外部股持有人的公正待遇（当然指的是正常的有偿债能力的公司）。委员会的能力和努力仅限于提出一些代理股票原则，使得外部股持有人的观点易于被重视。这已是不小的进步了。但对于外部股东来说，他们对公司管理方面的反对意见仍不能被公司内部人士接受，除非他们大比例地控股。其部分原因是，董事会可以花费大量的资金来反对外部股持有人的提案。另一重要原因是，股票持有人懒散、漠然，习惯于遵从现行的管理模式，并对他们的建议能否被采纳没有信心。

如果委员会对于股票持有人的要求具有仲裁的权力，那么，现在正缺乏的重要因素就得以补全，它也会作为一个权威而公正的机构受到股票持有人的尊重。

>>>>15. 股东与股利政策

由于经营者天生会将再投资置于支付红利之前，他们经常采取一种吝啬的股利政策，导致股票几乎经常以被压得相当低的市场价格出售。这种股东期望和管理者的吝啬之间的矛盾，有时会使股东在年度股东大会上提出可怜的主张，但是这些主张很容易被“管理者最知情”的标准反驳所封杀。

概述

描述普通股投资的困难之一，是股利在决定股票价值和价格中扮演的角色。不久前，人们认为真正的普通股投资者的主要兴趣是获得现金红利，并要求它有足够的数量，按期支付，持续增长。投资者承认，收益不可能全部用来支付红利，应采用一个百分比的界限。的确，这首先是因为典型的公司需要将它的一部分利润再投资，以供公司正常的发展；其次，百分之百的支付政策————作为极端例子————必然会动摇股利。

一方面，投资者有按期获得足够数量红利的愿望，另一方面，公司需要保留利润以发展事业和增强财力。在过去，两方面要求通过折衷的方式来解决。大多数经营顺利的公司被利润的60%～80%支付红利。然而，由于经营者天生会将再投资

置于支付红利之前，他们经常采取一种吝啬的股利政策，导致股票股票几乎经常以被压得相当低的市场价格出售。（注1）这种股东期望和管理者的吝啬之间的矛盾，有时会使股东在年度股东大会上提出可怜的主张，但是这些主张很容易被“管理者最知情”的标准反驳所封杀。

15年来，利润中红利的比重逐步下降。过去增长的纪录越好，未来发展的前景就越明亮，投机者和投资者已逐渐接受了低股利支付政策。在理论上确定无疑的是，高利润的企业，具有良好的增长机会，通过将收益再投资，给股东带来的好处比将这些收益支付给他们更大。成长的前景在口头上愈来愈被强调的同时，通过股票市场，上述理论原则在实践中被广泛推行。在许多情况下，中意的股利率增长————甚至减少股利率，似乎并不影响市场价格。

这类发展的一个惊人的例子是得克萨斯仪器公司。1960年它的普通股价格从1953年的5美元升到256美元，同期它的每股收益从43美分升到3.91美元，并且没有支付任何红利（1962年现金红利支付了，但那一年收益降到了每股2.14美元，股票价格惊人地落到了49美元的低点）。

注1. 对证券的研究表明，典型的事例中，支

付1美元股利比1美元未分配利润可引起市场价格4倍的上升。这一点已被1950年前一些年的公用事业股的表现充分证明。低股利分配的证券以低收益的倍数定价，因为它们的股利过后会上升，所以对买者具有特别的吸引力（见E.B. Barret.《公用事业股选择计划》，《财政时报》，1951年6月）。自1950年以来，工业企业股利率已有更多的标准。

另一个突出的例子是苏必略石油公司。1948年，这个公司每股收益35.26美元，支付红利每股为3美元，股票价格卖到235美元。1953年红利减到1美元，而股票价格高到660美元。1957年，它根本没有支付红利，股价竟达2000美元！当1962年每股收益49.50美元、支付红利7.50美元时，这一不寻常的股票市价落到了795美元。

就成长型公司的股利政策而论，投资意见很不成型。我们的两个大型公司————美国电话电报公司和IBM公司————的情况反映了相互矛盾的观点。电话电报公司关注于公司证券良好的成长性，如事实表明1961年它的卖价是当年收益的25倍。虽然如此，公司股利政策仍将投资者和投机者的想法放在第一位，其股票市价对于股利率增长落空的谣传有着较大的反应。另一方面，IBM公司较少关心现金红利的支付，1960年红利仅相当于当

年高点时股价的0.5％（在两个事例中，股价都进行了分割）。

市场对现金股利政策的评价正形成以下原则：如果最初的重点不是放在成长上，这种股票就被称作“收入股”，最初市场价格决定了它的股利率长期保留其重要性。在另一种情况下，明显实行迅速成长战略的股票首先由期望的成长率定价，如在下一个10年，其现金股利率多少会被排除在计算之外。

上面的阐述可以适当地描述目前的倾向，但它绝不是对所有普通股的唯一指导，并且在大多数情况下都不是唯一的。实际上，许多公司处在成长和非成长型企业的中间状态。在这样的情况下，要认定成长性因素的重要性是困难的，并且市场的观点每年都会改变。另外还存在着某些似是而非的东西，如要求企业为了更多地支付给股东现金红利而放慢增长速度。一般情况下，股东对繁荣的关心较少些，对在过去越繁荣的公司，提高股利率、增加红利的期望值越大。

我们由此相信，股东应该要求他们的管理者，要么支付正常的股利（常规为2/3），要么保证低分配不降低股票的市场价格，比如有与自己收益相适应的价格，而不受低股利支付的影响。这样

的保证通常在公认的成长型公司中能够做到，但在许多其他情况下，低股利支付明显是使股票平均市场价格低于价值的原因，这里股东完全有权发牢骚。

一种吝啬的政策常常使公司的负担加重，因为它们的财务地位相当虚弱，它们需要所有或大部分的收益（加上折旧费）来偿还债务，弥补它们的流动资本。发生这种情况时，没有多少股东能对它说什么，除非是批评管理者失职，将公司陷入如此财务困境。然而，有时相对不繁荣的公司以宣布扩展业务的理由压抑了股利率。我感到，这样一种政策在表面上是不合逻辑的。在股东接受有关方案前，管理者应该作出完整的解释和令人信服的说明。就过去的纪录而言，没有理由相信，所有者会通过把他们的钱投在一个业绩平平的企业扩张中而得益。

股票红利与股票利润

投资者理解股票红利（流行的说法）和股票利润的实质性区别是重要的。后者涉及普通股的结构。在典型的情况下，一家公司发行两到三次股票，新股票与过去特定时期再投资形成的特别收益无关，它的目的是给股票建立较低的市场价格，这样较低的市场价格可能会吸纳更多新老股东。股票

的分配，可以通过所谓股票红利的技术来实行，它涉及资本账户盈余金额的转移；或通过标准价值来改变，这不影响账户盈余。

合适的股票红利是支付给股东的一种有形的凭证或明确收益的代表物，它们已经被再投资到企业，停留在近几年短期账户上（不超过前两年）。现已实行在宣布的时间以近似的价值来评价这样的股票红利，并将相当数量这样的价值从盈余账户转移到资本账户。因此，典型股票红利的数量是相当少的，大多数情况下不多于5%。在本质上，这类股票红利从收益中支付的现金数量，与以出售同量价值的追加股价相比较，给股东带来的效果完全是一样的。但是，一种纯粹的股票红利有重要的有利税率。另一方面，同等数量的现金红利具有股票优先认购权，这对于公用事业公司几乎是标准的做法。

纽约证券交易所已确定了25%的比率，作为股票分配和股票红利之间的区别线。分配25%或更多的利润，企业不需要通过从盈余账户转移它们的市场价值到资本账户来完成。某些公司，特别是银行，仍然遵循宣布他们所喜欢的任何种类股票红利的传统惯例，例如宣布一个无关于最近收益的10%的比率。这种情况在金融界留下了令人不愉快的混

乱。

我长期坚定地拥护有关现金和股票红利支付的分类的、清晰的政策。在这样一种政策下，股票红利被定期地资本化，或者收益中的一个指定的部分被再投资到企业。这样一种政策，覆盖所有再投资的收益，它现正被普里克公司、政府劳动保险基金，可能还有少数其他公司执行。

所有类型的股票红利，似乎都受到大多数学院专家的反对。他们坚持股票红利只不过是一纸碎片，它们给予股东的不像从前那样有用，而是无价值的，并且留下了不必要的浪费和麻烦。这认为这完全是一种空谈家的观点，它未考虑投资中实际的和心理的因素。的确，定期的股票红利，即5%，只是所有者投资形式的变化。他在100个地方有105种股价；如果没有股票红利，同样的所有权利息就会使原始的100股成为105股。虽然如此，形式的变化实际上是一件真正重要的事情，如果他希望兑现他的公司以利润派发的用来再投资的股票，他能够通过出售公司分给他的新股票来实现。他能够像先前他的100股一样，接受105股的相同现金股利率；在股票红利之外，5%的现金红利几乎是不可能的。

与公用事业公司支付现金红利，然后通过出

售追加的股票（通过优先配股权）从股东手中拿回一部分钱的做法相比较，按期支付股票红利政策的优势是非常明显的。当我谈到以上情况时，股东会发现，如果他们在紧接着股票优先认购权行使现金红利的流行场合接受股票红利，自己刚好处在相同的位置，除非他们在被支付现金红利时会节约所得税。需要或希望年度现金收入最大值的那些人，如果没有额外的股票，可能通过出售他们的股票红利，或用相同的办法出售他们的优先配股权获取现金收入。

通过将股票红利替换为现在的股票红利和优先权的组合，能够被节省的所得税的总额是巨大的。我主张这一改变由公用事业公司进行，尽管它对美国财政部起了相反的影响。我确信在收益上增长个人所得税是完全不公平的，它并不真正被股东所接受，因为公司从股票出售中拿回了同量的钱。

有效率的股价有限公司不断地使它们的设备、产品、簿记、管理训练程序、雇员关系现代化，它们高度重视主要财务特别是分配政策的现代化。

>>>>第四篇 结论

>>>>16. “安全边际”————投资的核心概念。

利用你的知识、经验和勇气。如果你已经从事实中得出一个结论，并且你知道你的判断是正确的，按照它行动，即使其他人可能怀疑或有不同意见。

根据古老的传说，一个聪明人就世间的事情压缩成一句话：“这很快将会过去。”面临着相同的挑战，我大胆地将成功投资的秘密精练成四个字的座右铭：“安全边际。”这贯穿于前面投资策略的讨论————经常是直接的，有时是间接的。现在让我以一个相关的论据试图简明地追溯那个思想。

所有的投资者都认识到安全边际的概念对选择合适的债券和优先股是重要的。例如，花费几年的时间，铁路债券（在税前）应该取得高于5倍的总固定收入，这是由于该债券适合于作为投资等级发行物。这个超出利率条件的过剩能力构成了安全边际，其根据是投资者可以避免由于某些期货的下跌而带来的在净收益方面的损失（高于变化的边际可以另外的方式陈述，例如，以百分比，但基本思想保持不变）。

债券投资者不会期望将来的平均收益与过去的收益算出的结果是相同的；如果他相信那个的话，那么所要求的边际也就是很小的。至于将来的收益会比过去好得多还是差得多，除了基于判断，他不可能依赖任何可控制的范围；如果这样做，他将不得不根据精心设计的收入账来度量他的边际，而不是强调过去记录中所显示的边际。这里，安全边际函数本质上不必给出将来的精确估计的数值。如果边际较大，由于使得投资者充分感觉到对时间变迁的防备，那么就足以保证将来的收益不会远落在过去的收益之下。

另一方面，将企业的总价值与债务量相比较，可以计算出债券的安全边际（对优先股也可进行相同的计算）。如果企业总资产为1000万美元，而企业的价值为3000万美元，那么当债券持有者遭受损失之前，至少从理论上讲，在价值上还有2/3的收缩空间。高于债务的这个多余价值量，或“缓冲”，可用几年内初级证券的平均市场价格来估计。由于平均证券价格通常与平均收益率相联系，因而超出债务的企业价值边际或超出费用的收入边际在大多数情况下将产生相同的结果。

安全边际的概念被大量应用于“固定价值投资”。那么，它可以被应用于普通股领域吗？是

的，但必须做一些必要的修改。

在某些情况下，人们认为普通股更合理，因为它享有与一个好的债券一样的安全边际。例如，在萧条的情况下，当一个公司正在销售仅有的剩余的普通股时，尽管数量少于债券，仍可根据公司财产和获利能力而安全发行。这是许多金融实力雄厚的工业公司在1932年和1933年低价格水平时的立场。在这种情况下，投资者可以得到与债券相关的安全边际，加上普通股固有的获取更大收益的资本增值的机会（他缺少的唯一东西是要求红利或“其他”支付的合法权利，但这与他的利益相比是很小的缺点）。尽管不经常，但在这种情况下购买的普通股，将会提供一个理想的安全性和获利机会的组合。

在正常条件下，为投资而购买的一般普通股，其安全边际在于大大高于现行债券利率的期望获利能力。在以前几版中，我作了以下描述：

假设在一个典型的场合，基于现在的价格收益率是9%，而债券利率是4%，那么股票的购买者将会得到对他有利的平均年边际5%的增长。这些盈余中的一部分以红利的形式支付给他，即使这部分被他花费掉了，但已计入了他的整个投资结果。根据他的意见，未分配的余额可以重新投资于企

业。在大多数情况下，这种重要投资不可能大大地增加收益率和股票价值（原因是市场有一种顽固的习惯，重视以红利分配的收益，而不太重视留在企业的收益）。但是，如果全面观察就会发现，通过将收益重新投资，使得公司公积金的增长与公司价值的增长有相当紧密的联系。

在一个10年的周期中，股票盈利率超过债券的典型超额量可能达到所付价格的50%。这个数据足以提供一个非常实际的安全边际————其在合适的条件下将会避免损失或使损失达到最小。如果在20种或更多种股票中都存在如此的边际，那么在“完全正常的条件”下，获得理想结果的可能性是很大的，这就是投资于代表性普通股的策略不需要对成功地计算做出高质量的洞察和预测的原因。如果以几年中市场的平均价格购买，那么所支付的价格应当有一个适当的安全边际来保证。投资者的风险在于高出市场水平集中购买，或购买非代表性的普通股————它一般会带来收益率下降的更大风险。

正像我们所看到的，在1964年条件下，普通股投资的整个事实是：“在典型情况下”，收益率远比所支付价格的9%低得多。我们假设，在大公司中，稍微集中于低增值的证券，一个防御型的投

资者可能以现在收益的16倍获得股票，即基于成本获得6.25％的收益回报。他可能得到大约等于现行的高等级债券利率的红利收益率，即4.40％，并且他将考虑以稍微低于2％的费用重新投资于企业。在这个基础上，10年期间超出债券利率的股票收益率总计仅有约1/5。我们会发现将其视为合适的安全边际是很困难的。由于这个原因，我们感觉到即使是各种各样的知名普通股现在也有真正的风险，尽管这个风险可能由各种证券获利的可能性得到补偿。的确，投资者除了遭受风险外别无选择。否则的话，随着美元的逐步贬值，他可能因为仅仅持有固定索取的支付而冒更大的风险。不过，投资者还是应该尽其可能地理性地认识到并且接受下面的结论为好：良好收益的可能性与最终低风险相结合的旧包袱不再适合于投资者。

然而，为高质量的股票支付太高价格的风险————当确实有的话————不是证券购买者通常所面临的主要风险。几年的观察告诉我们，投资者的主要损失来自有利的商业条件下购买劣质股。购买者往往将现在的好收益等同于收益能力，并且假设繁荣与安全性是一致的。在那几年中，债券和低等级优先股能够以接近票面价值的价格售予公众，这是由于它们具有稍高的收入回报或靠不住

但有吸引力的转换权。而且，基于两三年非正常的高利润的实力，不知名公司的普通股可以按远高于有形投资的价格进行浮动。

根据任何容许的期限，这些证券都不能提供合理的安全边际。利息费用和优先股红利的范围必须通过几年来检验，包括低于正常商业的周期。如果普通股适合于作为收益率的指示器，那么它们的收益一般同样是正确的。因而得出，大多数良好的投资是以良好的价格得到的，而当视界内充满乌云时————经常在此之后不久就会出现，注定要忍受令人烦恼的价格下降。投资者无法充满信心地期待最终恢复原状（尽管在有的情况下它的确发生了），这是由于没有一个真正的安全边际使他摆脱困境。

投资于成长股的原理，有的与安全边际的原理相对应，有的与其相反。成长股的购买者对预期收益率的依赖大于过去所示的平均值。他用这些期望替代过去的记录以计算他的安全边际。投资理论没有解释为什么精心地估计将来收益还不如仅仅记录过去有更多的指导；事实上，证券分析正越来越多地对将来进行适当地评价。成长股的方案可以提供像在普通投资中发现的可靠的安全边际，假设对将来的计算是保守的，并且假设其显示了一个与所

支付的价格相联系的满意的边际。

成长股方案的危险恰恰在这里。对于如此优惠的证券，市场有估价的趋势，此价格将不会受将来收益的保守型方案的保护（慎重投资的基本规则是，所有的估计，当它们与过去的操作不同时，肯定是错误的，至少在有所保留的陈述方面是错误的）。安全边际问题依赖于所支付的价格。如果在某一价格安全边际大的话，那么在某一个更高的价格安全边际就小，在某一个还高的价格，安全边际就不存在了。正像我们假设的，如果大多数成长股的平均市场水平太高，不能为购买者提供一个适合的安全边际，那么就很难找到在这个范围内分散购买的简单技术。特殊的预见和判断将是需要的，以使得聪明的个人选择可以避免将这些证券作为通常的市场水平所固有的风险。

当我们将其应用于低估了价值或议价的证券范围时，安全边际的思想就非常清楚。这里，我们定义出一种价格与另一种价格所指示的或评价的价值的顺差，那就是安全边际。承担错误计算或比平均运气更坏的结果是合适的。议价证券的购买者往往将其注意力放在投资能力方面，以承受不利的进展。在大多数情况下，他实际上不热心于公司的前程。的确，如果公司前程确实不好，那么投资者宁

可避开这些证券，而无论它们的价格多么低。但是，低估价值证券的范围可从许多相关的也许是大多数事情中得到。对其而言，将来既不会明显有前途也不会明显无前途。如果这些证券通过议价而购买，那么即使收益率有一点下降，也不会阻止投资显示满意的结果。安全边际将适用于其特有的意图。

关于多样化原则

安全边际概念与多样化原则之间有紧密的逻辑关系，一个与另一个互相关联。即使具有投资者喜欢的安全边际，一个单独的证券也可能操作得很坏，因为这个边际仅能保证他获利的机会比损失的机会更多，而不保证损失是不可能的。但是，随着委托数的增加，利润总和将会超过损失总和是肯定的。这也是构成保险公司经营保险的简单基础。

多样化是防御型投资所采用的一项原则。投资者如此广泛地接受安全边际原理，实际上证明了这一点。在这个过程中，多样化伴随着它。通过观察计算出来的轨迹线，可以看到这个过程是丰富多彩的。如果一个人对于一个数押1美元，当他赢利时获得31美元的收益，但他损失的机会是33：1，这时他有一个“负安全边际”。在这种情况下，多样化是愚蠢的。他押的数越多，以获利结束的机会

就越少。如果他在每一个数上（包括0和00）固定押1美元，那么在每一轮他也许将损失2美元。但假设赢利时获得35美元，而不是31美元，那么他将有一个小的但重要的安全边际。因而，他押的数越多，他获利的机会就越多，并且只需简单地在每一个数上押1美元，那么他在每一轮肯定赢得2美元（顺便说一句，给出的两个例子实际上描述了游戏者和一个具有0和00的轮盘业主的各自的地位）。

区别投资与投机的若干标准

就普遍接受的意义来说，投资没有唯一的定义，尽管当局有权力按他们喜欢的那样将其定义得非常优美。他们中的许多人怀疑在投资和投机的概念之间有任何实际的和可靠的差别。我认为这种怀疑态度是不必要的和有害的。它之所以有害，在于它为许多乐于在证券市场寻找投机刺激的人提供了勇气。我建议，安全边际概念可被用来作为试金石，以助于区别投资操作与投机操作。

可能大多数投机者认为，当取得机会时，就有了对他们有利的差额，因而在其做法中可能对安全边际提出要求。第一个人都觉得时间对他的购买是有利的，或他的技巧优于大众的技巧，或他的顾问和系统是值得依赖的。但是这种观点是不可信的。他们基于主观判断，而没有得到任何有利的根

据或任何确定线索推论的支持。我非常怀疑，一个根据他的股票正在上升或下降的观点而下赌注的人，在任何有价值的意义上，是否可以说成是受到了安全边际的保护？

相反，投资者安全边际的概念，像在前面所阐述的那样，是基于统计数据的简单和确定的算术推理。我相信，它将受到实际投资经历的有力支持。在未知的将来条件下，不能保证这个基本的定量方法将继续给出有用的结果。但是，同样地，在这点上也没有悲观的理由。

因而，简言之，为了进行真正的投资，必须有一个真正的安全边际。并且，真正的安全边际可以由数据、有说服力的推理和很多实际经验得到证明。

投资概念的泛化

为了完成安全边际原理的讨论，必须将传统和非传统投资作进一步的区别。传统投资适合于典型的有价证券。在这当中，美国政府债券和高等级的、以红利支付的普通股问题排在前面。对那些利用免税特点而获得充分收益的人，我增加了州和市政债券。如果购买企业债券能够获得比美国储蓄债券更多的收益时，这里也可以包括一等的企业债券。

非传统投资仅适合于有进取心的投资者。他们的投资覆盖了很大范围。最广的种类是二等公司的被低估了价值的普通股，当它们能以可指示价值的2/3或更低买到时，我推荐购买。除此以外，当这些股票正在以如此低的价格销售并明显可以它们价值的相当折扣得到时，它们也可被广泛地选择。在这些情况中，正常的投资者倾向于被称为证券投机者，因为在他的心中这些股票缺乏一等信用是与缺乏投资价值同义的。

我的结论是，充分低的价格可以将劣质证券转变成为很好的投资机会，假设购买者得到了情报、有经验且从事适当的多样化投资机会的话。因为，价格如果低得足以创造一个实质性的安全边际，那么证券就满足了我们的投资标准。我喜欢的支持例证来源于不动产债券。在20年代，价值几十亿美元的这种债券被以面值的价格销售并被广泛推荐作为合理的投资。它们的大部分几乎没有超过债务的价值边界，因而在事实上具有高度的投机特点。在30年代的萧条中上，大量的这种债券不履行它们的利息，它们的价格崩溃了，在某些情况下，1美元低于10美分。在那个阶段，推荐以票面价值购买作为安全投资的顾问们，拒绝将它们作为最有投机性的证券，也拒绝将其作为无吸引力的证券。

但在事实上，当价格下降大约90％时，使得这些债券中的很大一部分非常有吸引力，并且相当的安全，因为在其后隐含的真实价值是市场报价的四五倍。

购买这些债券所带来的被称作为“大的投机收益”的事实，不会阻止债券在低价位时有真正的投资质量。投机利润是对购买者所做的聪明投资的回报。它们可被恰当地称作为投资机会，因为仔细的分析已经表明在价格之上的额外价值提供了一个大的安全边际。所以，我在上面所述的每一类“理想条件的投资”，是天真的证券购买者严重损失的主要根源，但它有可能为老练的操作者提供许多很好的投资机会。

“特殊情况”的整个范围取决于我们对投资操作的定义。因为购买所做的预测，总是基于期望得到比所支付价格更大的收益的详尽分析而进行的。另一方面，每一单独场合都有风险因素，这此已在计算中被考虑并被纳入多种操作的总结果中。

为了使讨论具有逻辑高度，我建议通过购买无形价值来进行防御型操作，这种无形价值是由历史上低价位出售的一组“普通股选择权证”表示的（这个例子准备作为令人震惊的事情的重要部分）。这些权证的整个价值依赖于相关的股票某一

天超过选择权价格的可能性。此刻，它们没有履约价值。而且，由于所有的投资基于合理的将来期望，因此根据将来某一牛市将会给它们的指示价值和价格带来大的增加这个极小的可能来观察这些权证是合理的。此项研究可能产生这样的结论：用该方法进行操作，收益比损失大得多，并且最终获得的机会比最终损失的机会大得多。果真如此，那么即使这个不受人喜欢的证券形式，也会出现安全边际。因而，一个非常有进取心的投资者在他的各种各样的非传统投资中可能包括了选择权————认股权证操作。

最后的话

当操作最有条理时，投资才是最理智的，尽管人们惊奇地看到，许多尝试在华尔街从事投机的有才能的商人，完全无视所有著名的原理，他们的事业仍然取得了成功。然而，首先，每一个公司的证券可被看作为一个特殊通过证券的买卖而获得收益，那么他正在从事商业冒险，如果想有成功的机会，就必须按照公众接受的商业原理运行。

第一个也是明显的商业原理是：“知道你正在做什么————知道你的商业。”对投资者而言，这意味着：不要试图从证券中取得“商业收益”，即超出正常权益和红利收入的收益，除非你

了解证券的价值就像了解你打算制造或经营的商业的价值一样。

第二个商业原理："不要让任何其他的人经营你的业务，除非你能够理解和非常谨慎地控制他的行动，或者你能异常坚定地无保留地相信他的忠诚和能力。"对投资者来说，这个原理决定了在什么条件下，他将允许其他人用他的钱做什么。

第三个商业原理："不要着手操作，即制造或交易一种物品，除非可靠的计算表明其很有可能产生相当好的收益。特别是，远离有很少收益和很大损失的冒险。"对有进取心的投资者，这意味着他为获得收益所进行的操作不应基于信心而应基于算术。对每一个投资者，它意味着当他将收益仅限于一个小数字时，就像普通债券或优先股所获得的那样，那么他必须确信没有以其资本的主要部分冒险。

第四个商业原理更直接："利用你的知识、经验和勇气。如果你已经从事实中得出一个结论，并且你知道你的判断是正确的，按照它行动，即使其他人可能怀疑或有不同意见。"由于公众与你的意见不同，因而你既不正确也不错误；由于你的数据和推理是正确的，因而你是正确的。同样，在证券世界中，在有适当的知识和经过检验的判断后，

勇气就变得非常重要。

所幸的是，对典型的投资者，为了成功而强加这些品质给他是绝对不必要的————假设他将抱负限于其能力之内，并将他的活动限于安全的和狭窄的范围，即防御型投资。取得一般的投资结果比大多数人预期的更容易，取得非常好的结果则很难。

格雷厄姆
华尔街教父回忆录

[美] 本杰明·格雷厄姆 著
杨宇光 等 译

THE MEMOIRS OF THE DEAN OF WALL STREET



上海远東出版社